

## Ⅱ. 米国経済見通し ～緊縮財政が成長を抑制～

経済調査部 桂畑 誠治

### (要旨)

- 世界経済の減速、財政規律の強化等を背景に、米国の2012年実質GDP成長率は前年比+2.2%（5月予測同+2.2%）、13年は同+1.9%（5月予測同+2.0%）と緩やかな成長にとどまろう。
- 12年前半は、緊縮財政、欧州債務問題による世界経済減速等により、低成長にとどまった。12年後半も、歳出削減、欧州のリセッション、財政の崖など政策の先行き不透明感を背景とした企業マインドの悪化による投資の先送りにより、緩やかな成長ペースにとどまろう。
- 減税の終了や歳出削減などが同時に実施される「財政の崖」に関しては、放置すれば景気後退に陥るため、11月の選挙後に対応が進むと考えられる。12年末終了のブッシュ減税、給与減税などは景気に配慮し段階的に延長されよう。一方、11年予算管理法による年間1,100億ドル程度の大規模な歳出削減は、代替の財政赤字削減計画の策定が間に合わず一旦開始されるとみられ、13年前半の成長率を下振れさせると予想する。しかし、大統領と新議会は景気に配慮した財政赤字削減計画を策定し、13年4-6月期に自動歳出削減プログラムは停止されよう。13年後半以降は、自動歳出削減の停止のほか、世界経済の拡大持続などにより、成長ペースの小幅加速が予想される。
- 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が続く中、FRB（連邦準備制度理事会）は経済成長を支援するため、時間軸政策を「少なくとも15年半ば」などに長期化したうえ、引き続き必要であれば金融緩和を実施する方針を示し、市場でのQE3期待が維持されることを目指すと予想される。MBS（住宅ローン担保証券）の追加購入などのQE3は、緊縮財政による景気減速が予想される13年初ごろに実施すると見込まれる。
- 予測の下振れリスクには、急激な財政緊縮となる「財政の崖」への対応の遅れ、欧州債務危機懸念などによる金融市場の混乱、米選挙で議会のねじれが解消されない場合など多数ある。一方、上振れリスクには、11年予算管理法に基づく自動的な歳出削減の回避、世界経済の再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。

### 1. 実質GDP成長率は12年+2.2%、13年+1.9%と低成長が続く見込み

実質GDP成長率は、2012年については欧州債務問題の長期化などによる世界経済の減速のほか、財政規律強化等を背景に、前年比+2.2%（5月予測同+2.2%）成長にとどまると見込まれる。13年は年初の大幅な歳出削減により前年比+1.9%に鈍化すると予想される。

米国では、不動産バブル崩壊の後遺症、金融規制の強化などもあり、過去のバブル期のような高成長は当面期待できない一方で、金融緩和、

減税、新興国の成長などに支えられて景気後退リスクも小さい。今後も市場の景気に対する見方は楽観・悲観を繰り返すとみられるが、米国経済は14年前半にかけて均して実質2%程度の緩やかな成長軌道を辿る公算が大きい。

### 2. 12年前半のGDP成長率は低い伸び

12年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.7%と1-3月期同+2.0%に続き低成長だったうえ、国内需要の基調を示す実質国内最終需要は前期比年率+1.6%（前期同+

2.2%)と減速しており、米国経済は引き続き力強さに欠ける状態である。国内最終需要の内訳をみると、個人消費は年初の暖冬による押し上げの反動に加えて、景気の先行きに対する懸念の高まり等により鈍化した。住宅投資は、前期に在庫率の低下、良好な天候等を背景に急増した影響もあり減速した。また、欧州債務危機による先行き不透明感によって、設備投資が減速した。さらに、連邦政府支出の減少幅は縮小したものの、州・地方政府支出の大幅な削減が続く、政府支出の減少が持続したなど、全項目で弱い動きとなった。

米国では、不動産価格の低迷、不良債権の残存、金融規制の強化などによって、金融機関の融資姿勢の緩和は限られ、家計の借入環境の改善は限定的となっている。加えて、財政健全化に伴う政府支出の減少、欧州債務問題による世界経済の減速等を背景に、12年前半にかけて実質GDPは低成長にとどまっている。

### 3. 米国経済は失速回避も緩やかな成長に

12年後半に入ると7月の雇用、小売売上高などの経済指標が予想を上回って改善したことを受け、米国経済に対する過度に悲観的な見方は後退した。もっとも、7月の小幅の持ち直しは景気後退の可能性を低下させたが、成長ペースの加速を示すほど強いわけではない。雇用者数、小売統計は冬季の気候が温暖だったことで押し上げられた反動で下ぶれていたところから持ち直したに過ぎない。

実際、8月の非農業部門雇用者数は前月差+96千人(7月同+144千人)と減速した。さらに、失業率は8.1%と低下したが、職探しを諦めた人の増加による部分が大きく雇用情勢は厳しい状況が持続している。

今後も、11年予算管理法に基づき現在実行中の10年間で総額9,170億ドルの歳出削減のほか、議会のねじれによる共和党主導での歳出抑制、財政悪化に伴う州・地方政府の支出削減などによって、政府支出は減少が続こう。また、財政の崖や債務上限引き上げの行方も不透明だ。今後、減税の終了、増税の開始、大規模な歳出削

減が13年に集中する「財政の崖(Fiscal cliff)」への対応や、12月末ごろに米連邦政府の債務残高が法定債務上限に達するとみられ、上限の引き上げ措置が必要となる。しかし、議会がねじれの状況にあり、11月の大統領選挙・議会選挙が終了するまでは、前述のような財政政策などが上下両院で合意される可能性は低い。このような先行き不透明な状況が続くことが、経営者マインドに悪影響を与え、企業の投資、新規採用を抑制するだろう。金融緩和・緩和期待による株価の安定等により、個人消費が緩やかながらも増加することが下支えとはなるものの、実質GDP成長率は前期比年率+2%~2%台半ばにとどまると予想される。

### 4. 13年初に自動歳出削減で景気減速

「財政の崖」の規模は、13年暦年ではGDPの約5.1%と非常に大きく、これを放置すれば米国経済は深刻な景気後退に陥るだろう。しかし、事実上のゼロ金利政策など非伝統的な金融緩和策の長期化などにより金融緩和効果が弱まっているなかで、景気後退に陥っても政策対応余地は限られる。もし、米国経済が深刻なリセッションに陥れば、世界経済も景気後退入りをまぬがれず、グローバルリセッションとなれば先進国の財政赤字問題はより深刻化し、金融市場の混乱に繋がる恐れもある。結果的に、米国の財政赤字額は財政の崖による赤字削減以上に拡大するとみられ、債務の山は大きくなるだろう。となれば、緊縮財政を強化せざるを得なくなり、景気回復後も低成長が長期化することになるだろう。

以上のような、財政の崖による深刻な景気後退を回避するために、米議会は選挙後の12月中にもブッシュ減税や給与減税など減税策を中心に3ヵ月程度の延長で合意する可能性が高い。しかし、自動歳出削減プログラムを停止するためには基本的に1.2兆ドルの財政赤字削減計画を策定する必要があるが、選挙後の短期間で策定することは困難とみられる。そのため自動歳出削減プログラムは、13年に一旦開始され、13年前半の景気は減速すると見込まれる。政権・新議会が減税中心の景気対策や新たな財政赤字

削減計画を策定するのは4-6月期になるとみられる。このため、4-6月期には自動歳出削減プログラムの停止や内需振興策の実施が予想されるほか、新興国を中心に金融緩和や財政支出の拡大などを背景に世界経済の拡大ペースが速まることで、13年後半以降の成長ペースは徐々に加速すると見込まれる。

## 5. FRBは金融緩和を継続

FRBは、低水準の資源活用と中期的には落ち着いたインフレ見通しを含む経済状況からは、経済回復をさらに強めることを支援するため、少なくとも14年遅くまでは異例な低水準のFF金利が正当化されるとの見方を維持している。さらに、引き続き失業率が高い水準にとどまっております成長ペースの加速を支援する必要があること、また世界の金融市場でのストレスが引き続き景気見通しの著しい下振れリスクとなっていることを背景に、保有証券の平均残存期間を長期化する政策（オペレーション・ツイスト）を12年末まで継続するほか、住宅市場を支援するために償還期限を迎えたGSE（政府支援企業）債、MBS（住宅ローン担保証券）のMBSへの再投資や、償還を迎えた米財務省証券の再投資を継続し、バランスシートの水準を維持している。

9月のFOMCにおいて、FRBは成長ペースの加速、失業率の低下を促すため、現在声明文で使用されている「14年遅くまで」との文言を「15年遅くまで」と一段と長期化することで、時間軸政策を強化すると予想される。同時に、引き続き必要であれば追加の金融緩和策を実施

する方針を示すことで、市場でのQE3期待を維持させよう。その場合、MBSの追加購入などのQE3は、緊縮財政による景気減速が予想される13年初ごろに実施すると見込まれる。ただし、サブシナリオではあるが、8月の雇用統計などを受けて、FRBがQE3を前倒しで実施する可能性が高まってきている（本稿執筆9月10日時点）。

## 6. 下振れ要因は「財政の崖」など多数

今後リスク要因は多数ある。下振れリスクは、①財政の崖への対応失敗、②欧州債務危機や米景気の先行き不安感に対する金融市場の過度な混乱、③欧州での過剰な歳出削減による経済の下振れや新興国経済の減速の長期化、④米議会選挙で議会のねじれが解消されず政策の停滞が続く場合、⑤エネルギー・原材料価格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や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、今後2、3年にわたり停滞感の強い状況が続こう。

一方、上振れ要因としては、追加の財政赤字削減策の合意による自動的な歳出削減の回避、追加の金融緩和や欧州債務問題への懸念後退等による株高を背景にした消費の加速、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、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。

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			
2009	▲2.2	▲3.1 (▲4.1)	▲1.9	▲18.1	▲22.4	(▲0.8)	(1.1)	▲9.1	▲13.5	3.7	
2010	3.8	2.4 (2.9)	1.8	0.7	▲3.7	(1.5)	(▲0.5)	11.1	12.5	0.6	
2011	4.0	1.8 (1.7)	2.5	8.6	▲1.4	(▲0.2)	(0.1)	6.7	4.8	▲3.1	
↓ 2012	4.0	2.2 (2.3)	1.9	8.4	10.0	(0.2)	(▲0.0)	4.6	3.9	▲1.8	
2013	4.0	1.9 (1.5)	2.2	4.5	3.1	(0.2)	(0.4)	8.5	4.7	▲4.3	

(%)

予測

（出所）米商務省、予測は第一生命経済研究所

（注）カッコ内は寄与度