

Ⅱ. 米国経済見通し ～緩和的な金融政策の維持で安定成長～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

- 2013年の米国実質GDP成長率は、自動歳出削減など財政緊縮の強化等を背景に前年比+1.6%（5月予測同+1.8%）にとどまろう。14年は個人消費や住宅投資の拡大持続のほか、緩和的な金融政策の継続等により同+2.4%（5月同+2.4%）に加速すると予想される。15年は、雇用・所得の拡大を背景とした個人消費や住宅投資の拡大、世界経済の成長加速等により、同+2.6%（5月同+2.6%）と安定成長を続ける公算が大きい。
- 13年初に給与税率引き上げ、世帯収入45万ドル以上の所得税率引き上げなどの増税が実施された。さらに、3月2日に11年予算管理法に基づく自動歳出削減プログラムが開始されたことによる大規模な歳出削減を背景に13年前半の実質GDP成長率は、前期比年率+1.8%にとどまった。
- 13年後半は、金利上昇により住宅市場の回復ペースが鈍化するものの、財政緊縮による下押し圧力の弱まり、緩和的な金融環境の継続による個人消費の拡大や投資減税終了を控えた設備投資の駆け込み需要、世界経済の持ち直し等により、実質GDP成長率は前期比年率で+2%強に加速しよう。
- 14年前半には、設備投資で駆け込みの反動がでるが、個人消費の拡大持続、住宅投資の回復傾向、世界経済の加速により、実質GDP成長率は前期比年率+2%台後半を維持しよう。14年後半には、QE3（量的緩和第3弾）終了による金利上昇のほか、14年11月の中間選挙を控えた政策の先行き不透明感の高まりを受けた投資抑制等を背景に、実質GDP成長率は小幅鈍化すると見込まれる。15年は金融引き締め観測の高まりを受けたドル高等によって輸出が鈍化しようが、雇用・所得の増加や緩和的な金融環境等による個人消費・住宅投資の拡大のほか、政策の不透明感払拭等による設備投資の増加等を背景に、前期比年率+2%台半ばの安定成長基調を維持する公算が大きい。
- 現在FRB（連邦準備制度理事会）はQE3として毎月400億ドルのMBS（住宅ローン担保証券）と450億ドルの国債の購入を無期限で実施している。成長ペースの加速等を受け、年内にQE3の減額が開始され、14年半ばごろに資産購入は停止されると見込まれる。ただし、事実上のゼロ金利政策は需給ギャップの残存によるコアインフレ率の低い伸びが続く中、財政緊縮による成長抑制等を背景に16年初まで継続される公算が大きい。
- 予測の下振れリスクには、早期の金融緩和終了観測の高まり、さらなる緊縮予算、エネルギーなど資源価格の急騰、世界経済の下振れ等が挙げられる。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停止、株など資産価格の高騰、世界経済の力強い成長により輸出や生産活動が想定以上となることが挙げられる。

1. 13年後半以降2%台半ばの成長基調

2013年の実質GDP成長率は、欧州経済の低迷、新興国経済の成長率低下などによる世界経済の減速のほか、財政緊縮の強化等を背景に、前年比+1.6%（5月予測同+1.8%）にとどまると見込まれる。統計の基準改定、年次改定等に

伴うゲタの修正を受け、13年の見通しを下方修正した。14、15年はねじれ議会による政策の停滞で財政緊縮が継続するが、「財政の崖」のような不透明要因はなく個人消費など民間需要の拡大により同+2.4%（5月予測同+2.4%）、同+2.6%（5月予測同+2.6%）成長が見込まれる。

2. 13年前半は前期比年率+1.8%成長

2012年米納税者救済法（The American Taxpayer Relief Act of 2012）が13年1月2日に成立し、「財政の崖」による急激な財政の緊縮は回避された。また、同法案成立までオバマ大統領や議会指導部などが「財政の崖」回避への期待を維持させる発言を続けたことで、金融市場で過度に悲観的な見方が強まらず株価などの大幅な調整を回避することができた。

しかし、大規模な財政緊縮といった「財政の崖」は回避できたものの、13年1月から給与税率の引き上げのほか、年収が45万ドル以上の世帯への増税が実施された。さらに、3月2日に予算管理法に基づく自動歳出削減プログラムが始まった。この影響により13年前半の実質GDP成長率は前期比年率+1.8%にとどまった。四半期で見ると、13年4-6月期の実質GDP成長率（改定値）は前期比年率+2.5%と1-3月期の同+1.1%から加速したものの、力強さに欠ける状態が続いている。個人消費が減速したほか、在庫投資のGDP寄与がプラス幅を縮小した。一方、住宅投資が加速し、設備投資も増加に転じた。さらに、政府支出がマイナス幅を大幅に縮小したほか、純輸出のGDP寄与が横ばいに改善した。

また、内需の強さを示す実質国内最終需要は4-6月期に前期比年率+1.9%と加速したものの、均してみると前期比年率+2%を下回り、低い伸びが1年以上続いている。

3. 14年に不透明感緩和もあり小幅加速

13年後半は、自動歳出削減プログラムが継続するほか、14会計年度予算はねじれ議会となった11年以降と同様に、数ヶ月単位の暫定予算によって対応されると見込まれ、財政は経済成長を抑制する要因になろう。ただし、自動歳出削減プログラムによるGDP成長率の押し下げ圧力は前期比では13年前半よりも弱まるとみられ、政府支出のマイナス幅も前期比で縮小しよう。

企業部門では、ハードデータである鉱工業生産、製造業生産のモメンタムが7月にかけて鈍化しているものの、景況感を示すISM景気指

数が製造業、非製造業ともに7、8月は大幅に上昇していることから、企業活動は今後徐々に活発化していくと予想される。

設備投資関連では、建設投資はハリケーンの影響により12年10-12月期以降、変動が大きくなっていったが、この特殊要因の剥落により年後半は小幅のプラス基調になると見込まれる。また、機械設備投資の一致指標である非国防資本財出荷（除く航空機）は、7月に4-6月期比年率▲6.5%と4-6月期の前期比年率▲0.9%から減少幅を拡大しており、7-9月期の機械設備投資は前期比で鈍化、あるいは減少すると見込まれる。企業は引き続き積極的な投資を控えるものの、13年末の投資減税終了前の駆け込み需要の顕在化を背景に、設備投資は10-12月期に拡大ペースを速める公算が大きい。

家計部門では、個人消費は給与税率の引き上げに伴う可処分所得の伸びの抑制やガソリン価格の上昇にもかかわらず、金融緩和等による株価上昇、クレジットカードの融資基準の緩和等を背景に、7月も前年同月比+2%弱の緩やかな増加ペースを維持した。今後の個人消費を取り巻く環境をみると、景気拡大を受けた雇用・所得の緩やかな増加が続くほか、緩和的な金融政策の継続による低い金利や借り入れ条件の改善が続くと見込まれる。また、良好な金融環境を背景に家計の可処分所得に対する債務返済負担の安定が予想される。さらに、株価は収益改善、世界景気の持ち直しなどによる企業業績の拡大、緩和的な金融政策の継続等により、大幅な調整は見込み難い。住宅価格もペースダウンするものの上昇基調を維持すると予想される。以上を勘案すると、個人消費は前期比年率+2%程度の緩やかな拡大基調を維持すると予想される。

住宅部門は、モーゲージ金利の上昇によって回復ペースが抑制されよう。ただし、在庫率が低い水準にとどまっていることに加え、住宅販売が雇用・所得の拡大、借り入れ環境の緩やかな改善等によって回復傾向を辿るものとみられ、住宅投資は堅調さを維持する公算が大きい。

さらに、各国の金融緩和や財政支出の拡大な

どを背景に新興国を中心に世界経済の拡大ペースが速まるとみられ、輸出の拡大が見込まれる。

以上を勘案すると、実質GDP成長率は13年10-12月期に前期比年率+2%台半ばに加速するとみられる。13年後半は、前期比年率+2%強に小幅加速すると見込まれる。

14年前半には、設備投資が13年末の駆け込みの反動により減速するものの、雇用環境の改善によって個人消費や住宅投資が拡大傾向を維持するほか、世界経済の成長ペース加速等を背景に、実質GDP成長率は前期比年率+2%台半ばの安定的な成長ペースを維持すると予想される。14年後半には、QE3の終了、14年11月の中間選挙を控えた政策の先行き不透明感の高まりを受け、企業の採用や投資の伸びが抑制され、実質GDP成長率は小幅鈍化が見込まれる。

15年前半は、中間選挙の終了による先行き不透明感の払拭、世界経済の成長ペース加速等により堅調な経済成長が見込まれる。年後半も、経済成長の持続、失業率の低下傾向を受けた金融緩和終了期待の高まりによってドル高が進むとみられ、輸出が鈍化することで実質GDP成長率は小幅減速するものの、米国経済は安定成長基調を維持する公算が大きい。

4. ゼロ金利政策は16年にかけて継続

F R Bは、年内にQE3の減額を開始する見込み。13年後半以降に経済成長ペースが加速し、雇用環境の改善が続くと予想されることから、F R Bは14年前半にかけて資産購入ペースを段階的に縮小し、年半ばごろに購入を停止する公

算が大きい。一方、事実上のゼロ金利政策は緩やかなGDP成長を背景に需給ギャップの大幅なマイナスが続くことで、失業率は緩やかな改善にとどまると予想され、16年1-3月期までの今予測期間中の政策金利の変更は見込んでいない。

5. リスクは早期の引き締め観測

今後もリスク要因は多数ある。下振れリスクとしては、①早すぎる金融緩和終了観測の高まり、②予算策定のなかで一段の緊縮財政の強化、③世界経済成長率の下振れ、④中東情勢の混乱等によるエネルギー・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ないと考えられる。

一方、上振れ要因としては、①一段の株高など資産価格の上昇、予想を上回る世界経済の加速によって、米輸出や生産活動が想定以上となること、②法人税率の引き下げなど追加の経済・景気対策が行われる場合などが挙げられる。

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		個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需	輸出		政府支出
		内需	輸出						輸入		
2008	1.7	▲0.3	(▲1.3)	▲0.4	▲0.7	▲24.0	(▲0.5)	(1.1)	5.7	▲2.6	2.8
2009	▲2.1	▲2.8	(▲3.8)	▲1.6	▲15.6	▲21.2	(▲0.8)	(1.0)	▲9.1	▲13.7	3.1
2010	3.7	2.5	(3.0)	2.0	2.5	▲2.5	(1.4)	(▲0.5)	11.5	12.8	0.1
2011	3.8	1.8	(1.7)	2.5	7.6	0.5	(▲0.2)	(0.1)	7.1	4.9	▲3.2
2012	4.6	2.8	(2.6)	2.2	7.3	12.9	(0.2)	(0.2)	3.5	2.2	▲1.0
予測 2013	3.0	1.6	(1.6)	1.9	2.8	13.1	(0.0)	(▲0.0)	3.2	2.4	▲2.4
2014	3.7	2.4	(2.5)	2.3	5.2	8.3	(0.1)	(▲0.1)	8.0	7.1	▲0.8
2015	4.0	2.6	(2.7)	2.4	6.2	6.7	(0.0)	(▲0.1)	8.1	7.5	▲0.3

(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