

II. 米国経済見通し ～財政緊縮と緩和的な金融政策により緩やかな経済成長が持続～

経済調査部 桂畑 誠治

(注) 本レポートは、2013年12月11日時点の情報を基に作成しております。

(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が足かせとなり、前年比+1.7%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%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%と安定成長を続ける公算が大きい。
- 13年10-12月期は、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の押し上げがあるものの、政府機関の一部閉鎖による政府支出の減少のほか、金利上昇による住宅市場の回復ペース鈍化、在庫投資の反動等により、実質GDP成長率は前期比年率で+1%台に減速すると予想される。
- 14年前半には、設備投資で駆け込みの反動がでるが、11月の中間選挙以降への財政問題先送り、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。成長ペースの加速を受け、14年3月にQE3の減額を開始、15年初にかけて資産購入を終了すると見込まれる。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年半ば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、株式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などが挙げられる。

1. 13年後半以降2%台半ばの成長基調

米国の実質GDP成長率は2013年+1.7%、14年+2.4%、15年+2.6%と徐々に加速する見込みだ。

2013年の実質GDP成長率は、欧州経済の停滞、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+1.7%にとどまると見込まれる。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ものの、個人消費、住宅投資、設備投資など民間需要の拡大により同+2.4%、同+2.6%成長が見込まれる。

2. 7-9月期の+3.8%成長は曇り空

13年7-9月期の実質GDP成長率（改定値）は、前期比年率+3.6%と4-6月期の同+

2.5%から加速した。需要項目別にみると、住宅投資が加速したうえ、政府支出が増加に転じた。さらに、在庫投資のGDP寄与がプラス幅を拡大したほか、純輸出のGDP寄与がプラスに転じた。しかし、個人消費、設備投資の鈍化により実質国内最終需要は前期比年率+1.8%（4-6月期同+2.1%）と減速した。国内需要が鈍化するもとで在庫が増加しており、ヘッドラインの数値が示すほどに経済成長は強まっていない。

3. 13年10-12月期の政府閉鎖で下振れ

10月1日から17年ぶりに政府機関の一部が閉鎖された。10月17日の債務上限の引き上げ期限直前に、債務上限の事実上の引き上げと併せて、暫定予算の策定で民主党と共和党が合意に至った。そして、10月1日以降閉鎖されていた政府機関は17日に再開されたほか、デフォルトも少なくとも2月7日迄は回避された。このように、連邦議会は問題を先送りする形で妥協に至った。

今回の一連の政治混乱による経済成長への影響をみると、基本的にはデフォルトは回避されるとの見方から、金融市場に大きな混乱は起こらなかった。一方実体経済面をみると、16日間に及ぶ政府機関の一部閉鎖によるマインドの悪化、政府支出の大幅な減少、発注や認可などの遅延による民間活動の停滞、観光関連産業での需要の落ち込み等を背景に、10-12月期の実質GDPは前期比年率で約0.4%程度押し下げられたと試算される。

その一方で、企業部門では鉱工業生産、製造業生産のモメンタムは10月にかけて改善しているうえ、景況感も高い水準を維持していることから、企業活動は年末にかけて徐々に活発化すると予想される。設備投資は13年末の投資減税終了前に情報化投資を中心とした駆け込み需要が顕在化することを背景に、10-12月期に拡大ペースを小幅速める公算が大きい。一方、在庫投資は7-9月期に急激に増加した反動により、GDP寄与がマイナスに転じると見込まれる。

10-12月期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のほか、経済環境の改善に伴い借り入れ条件

の緩和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低水準での安定が予想される。さらに、株価は企業業績の拡大、超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く、基本的には上昇基調を維持しよう。以上を勘案すると、個人消費は前期比年率+2%台に小幅加速すると予想される。

住宅部門では、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の、金利の上昇によって投資目的の住宅購入が鈍化し、住宅販売の回復ペースを抑制しよう。ただし、住宅の在庫率が低い水準にとどまっていることから、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も持ち直すと予想され、世界経済の拡大ペースが速まることから、輸出の拡大が見込まれる。

以上を踏まえると、10-12月期は、民間需要が堅調に推移する一方、政府支出や在庫投資の下押し圧力が生じる見込みである。10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1%台半ばに減速すると見込まれる。

4. 14年以降のGDP成長率は小幅加速

先送りされた財政関連の問題は、14年初にリスクが再燃する可能性がある。14年1月15日に暫定予算が切れ、2月7日には債務上限の停止が終了し、再び債務上限が設定される。

大きな政府を主張する民主党と、小さな政府を主張する共和党の考え方の違いに加えて、共和党では強硬派の保守層が影響力を強めているため、暫定予算、債務上限の引き上げに簡単には応じられない。共和党は中長期の歳出削減による財政赤字削減策で合意できない場合でも、少なくとも一段の緊縮予算を求めると想定されるが、民主党には受け入れられないだろう。

もっとも、14年11月に中間選挙を控え、国民から支持されない政府機関閉鎖などの混乱を回避するために、①1月15日以降の14会計年度の緊縮的な暫定予算のほか、②緊縮的な15会計年度（14年10月-15年9月）予算方針を策定した

うえで（14年9月に15年1月までの暫定予算を策定する見込み）、③15年1月まで債務上限の引き上げを超党派で決定するだろう。

このような緊縮的な暫定予算が持続することに加えて、連邦議員は11月の中間選挙に向けて選挙活動に集中するとみられ、議会はレイムダック状態に陥ると予想される。こうした動きは、14年の経済成長を抑制する要因になるだろう。

このような中で、14年前半は、設備投資が13年末の駆け込みの反動により減速しよう。一方、財政問題の先送りを受けたマインドの改善、雇用環境の改善によって個人消費や住宅投資は拡大傾向を維持するほか、これまで低迷していた欧州、新興国経済の持ち直しによる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の終了が近づくと金融市場が不安定化するほか、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、企業の採用や投資の伸びが抑制され、実質GDP成長率は小幅鈍化すると見込まれる。

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観測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。

5. FRBはゼロ金利政策を16年まで継続

昨年QE3が開始されて以降、緩やかな経済成長が続き、雇用情勢はある程度改善した。しかし、経済成長がFOMC予想を下振れている

うえ、現時点で経済成長の持続的な加速も確信できない状況にある。また、政府機関の閉鎖や緊縮的な財政政策によって景気は下押し圧力を受けている。政策変更は、経済情勢次第である。政府機関の閉鎖によって、経済指標には歪みが生じ、その間景気判断が難しくなる。さらに、インフレ率は1%程度にとどまり長期目標である2%に向けた動きも見られない。これらを勘案すると、QE3の規模は年内に変更されることはないだろう。早くても1月のFOMCだが、1月15日までの暫定予算、2月7日の債務上限期限などのスケジュールを考慮すると、3月18、19日のFOMCでQE3の減額を決定する可能性が高い。100-150億ドル程度のペースで縮小し、14年末ごろに終了すると見込まれる。

一方、事実上のゼロ金利政策は、失業率が緩やかな改善にとどまると予想されるため、16年1-3月期までの予測期間中のゼロ金利政策の解除は見込まれない。

6. リスクは上下に

今後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財政緊縮の強化、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、②世界経済の予想を上回る加速、③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	
2011	3.8			1.8	(1.7)	2.5	7.6	0.5	(▲0.2)	(0.1)	7.1
2012	4.6	2.8	(2.6)	2.2	7.3	12.9	(0.2)	(0.2)	3.5	2.2	▲1.0
↓ 2013	3.3	1.7	(1.8)	1.9	2.7	14.0	(0.1)	(▲0.0)	2.4	1.7	▲2.1
2014	3.8	2.4	(2.5)	2.2	5.0	9.3	(0.1)	(▲0.1)	6.2	5.6	▲0.5
↓ 予測 2015	4.0	2.6	(2.7)	2.4	6.3	6.6	(0.1)	(▲0.1)	8.2	7.3	▲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