

Ⅱ. 米国経済見通し ～悪天候を克服し、緩やかな経済成長持続～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

○2014年の米国実質GDP成長率は、個人消費や住宅投資の拡大のほか、緩和的な金融政策の継続等により前年比+2.7%（13年同+1.9%）に加速しよう。15年は同+2.6%と安定成長を続ける公算が大きい。バブル期のようなレバレッジが期待できない一方で、雇用情勢の改善、所得の拡大を背景に、安定成長が持続すると予想される。

○14年1-3月期の実質GDP成長率は断続的な悪天候、設備投資で駆け込みの反動、在庫の調整を背景に前期比年率+2%程度に減速しよう。天候の改善が予想されている14年4-6月期以降は、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。ただし、14年終盤にQE3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。

○3月4日時点で、FRBはQE3として、毎月650億ドルの資産購入を実施している。成長ペースの加速を受け、FRBは14年1月からQE3の減額を開始しており、14年後半に資産購入を終了すると見込まれる。一方、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、緊縮財政による成長抑制等を背景に15年中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、ウクライナや中東情勢の悪化等によるエネルギーなど資源価格の急騰、中国シャドーバンキングでのデフォルト等が挙げられる。

米国経済成長率予測表

(季節調整済み、%、10億ドル)

	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)	2013年				2014年				2015年				2016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	1~3
実質GDP	1.9	2.7	2.6	1.1	2.5	4.1	2.4	2.2	2.7	2.7	2.3	2.8	2.6	2.6	2.1	2.5
個人消費	2.0	2.4	2.5	1.3	1.6	2.0	2.5	2.8	2.9	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5
住宅投資	12.1	3.7	7.9	1.9	1.9	1.9	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
設備投資	2.8	5.0	6.5	▲4.6	4.7	4.8	7.3	2.6	6.4	4.7	5.6	7.5	6.6	7.3	6.4	6.3
在庫投資	83.0	114.0	109.8	2.4	2.4	3.5	3.0	4.8	5.3	5.2	4.8	6.1	6.1	6.8	7.0	6.6
政府支出	▲2.3	▲0.8	▲0.1	▲4.2	▲0.4	0.4	▲5.5	1.1	0.0	0.0	▲0.3	0.1	0.1	0.1	▲1.4	0.1
純輸出	▲412.3	▲379.2	▲404.4	▲1.8	▲2.0	▲2.7	▲2.5	▲1.1	▲1.0	▲1.1	0.2	▲0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.3	▲0.3
輸出	0.1	0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.1	0.1	0.9	0.3	▲0.3	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.3	▲0.3	▲0.1
輸入	2.7	7.6	6.8	▲1.3	8.0	3.9	9.4	8.6	7.8	6.7	6.6	6.5	6.4	7.7	7.6	7.4
名目GDP	3.4	4.1	4.1	0.1	2.0	2.9	4.9	7.4	7.4	8.1	7.4	6.9	6.5	6.8	7.0	7.3
GDPデフレーター	1.4	1.4	1.6	0.6	6.9	2.4	1.5	5.3	8.8	4.9	6.0	6.4	7.4	8.5	7.4	6.1
				0.1	1.2	1.6	2.8	4.0	4.4	5.1	6.2	6.5	6.2	7.1	7.4	7.4
				3.1	3.1	3.4	4.0	4.1	4.5	3.9	3.8	4.2	4.0	4.2	4.1	4.0
				1.3	0.6	2.0	1.6	1.1	1.9	1.1	1.1	2.2	1.1	2.2	0.7	2.2
				1.6	1.3	1.3	1.4	1.3	1.6	1.4	1.3	1.6	1.4	1.7	1.6	1.6

予測

(出所) 米商務省、予測は第一生命経済研究所、(注1) 在庫増減、純輸出の欄の上段数字は実額(10億ドル)、下段は寄与度、(注2) その他の項目の上段数字は前期比年率、下段は前年同期比。

1. 14年+2.7%、15年+2.6%成長

2014年、15年の実質GDP成長率は、ねじれ議会による政策の停滞で緊縮財政が継続するものの、「財政の崖」のような不透明要因はなく個人消費、住宅投資、設備投資など民間需要の拡大により、14年前年比+2.7%、15年同+2.6%の成長が見込まれる。

2. 13年後半、一時的な押し上げ要因も

13年10-12月期の実質GDP成長率（改定値）は、前期比年率+2.4%（7-9月期同+4.1%）と減速した。QE3（量的緩和第3弾）継続による株高、設備投資減税終了前の駆け込み需要などによって押し上げられたにもかかわらず、政府機関の一部閉鎖、悪天候の影響が大きく、実質国内最終需要は前期比年率+1.2%（7-9月期同+2.3%）と鈍化した。

13年後半の実質GDP成長率は、前期比年率+3%程度の高い成長となった。3四半期移動平均で基調をみても、実質GDP成長率は、政府機関の一部閉鎖、悪天候のような一時的な影響を受けながらも、株高等による個人消費の拡大、在庫投資の増加、純輸出のプラス寄与などを背景に、10-12月期に前期比年率+3.0%と6四半期ぶりの3%成長となり、拡大ペースを小幅加速した。ただし、今回の成長加速は一時的要因に依るところが大きい点には注意が必要だ。個人消費は、クリスマス商戦等における企業の利益を削っての積極的な販促、政府機関の閉鎖期間に対する政府職員への給与支払い等によって押し上げられた。また、設備投資も投資減税終了前の駆け込み需要によって押し上げられた。

3. 14年1-3月期は悪天候、反動で減速

14年は、前述のような13年後半の押し上げ効果が弱まるほか、緊縮的な財政政策の持続、緊急失業保険（EUC）プログラム終了など、成長率を抑制する要因がある。また、14年1-3月期に大雪、地吹雪、低温などの荒天候の日が3月4日現在で23日と多く、経済活動が抑制されたと考えられる。こうした中、個人消費や設備投資の減速が見込まれるほか、在庫投資や純

輸出のGDP寄与が前期の反動もあってマイナスに転じる可能性が高い。政府支出に関しては、政府機関閉鎖の影響が薄れることもあり、増加に転じると予想されるが、上述の押し下げ要因をカバーするには至らない。以上のことから、1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2%程度に減速すると見込まれる。

4. 財政問題での懸念は当面払拭

経済成長を抑制する要因となっていた財政問題では、14会計年度予算（13年10月-14年9月）が成立し、さらに15会計年度予算（14年10月-15年9月）は歳出額の上限で与野党が合意しており、15年10月まで予算の未成立による政府機関閉鎖のリスクはなくなった。また、債務上限は15年3月15日まで停止されたため、それまではデフォルト懸念が強まるリスクもない。このような財政問題の先行き不透明感が払拭されたことで、消費や投資を抑制する要因は弱まった。ただし、11月の中間選挙後も「ねじれ議会」が続く可能性が高いとみられ、税制改革、中長期の財政赤字削減計画、包括的な移民制度改革などの重要政策の進展期待は高まり難い。

5. 4-6月期以降は成長率が小幅加速

家計部門を取り巻く環境をみると、雇用・所得は悪天候の影響を受けながらも増加傾向を維持している。家計の純資産残高は過去最大を更新し続けている。また、可処分所得に対する金融債務返済負担の比率は過去最低水準付近まで低下していることから、ローンの返済負担が軽減しており、消費に回す余力が高まっている。借り入れ環境に関しても、個人消費と相関関係の強い「銀行のクレジットカード向け融資基準」が緩和傾向にある。

今後、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。特に、クレジットカード向け融資の延滞率が低いことから、銀行は今後も融資基準の緩和を継続しよう。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比率は低水準での安定が

予想される。以上を勘案すると、個人消費は悪天候を主因に1-3月期に小幅減速した後、前期比年率+2~3%で推移すると予想される。

住宅部門では、景気拡大に伴う雇用、所得の増加、借り入れ環境の緩やかな改善が続くもと、住宅購入意欲は強いままであり、天候の改善が期待される4-6月期以降の住宅販売は回復傾向を辿ると予想される。ただし、住宅販売はモーゲージ金利の上昇による投資目的の住宅購入の減少によって、回復ペースを抑制されよう。

このような中で、住宅投資は鈍化するものの、住宅の在庫率が低い水準にとどまっていることから、拡大基調を維持する公算が大きい。住宅価格は、住宅供給の増加による需給の逼迫度合い緩和を背景に緩やかな上昇ペースとなるだろう。

設備投資は、企業収益の改善を背景に、緩やかな拡大傾向を維持すると見込まれる。生産は、国内需要の拡大に加えて、各国での金融緩和などを背景とした世界経済の回復傾向維持による輸出の増加によって、拡大基調を持続すると見込まれる。生産活動の改善による稼働率の上昇を受けた増産投資、効率化のための情報化投資の拡大が見込まれる。さらに、建設投資は変動が大きいものの、景気拡大によるオフィス需要の強まり等を背景に、増加基調を維持しよう。

以上を踏まえると、14年7-9月期にかけて実質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。ただし、14年10-12月期には、QE3の終了が近づくとつれ利上げ懸念が強まり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。

6. FRBはQE3を14年後半に終了

FRB（連邦準備制度理事会）は、14年1月、2月にQE3を縮小した。2月から資産買入額を月額650億ドル（MBS月額300億ドル、国債月額350億ドル）に縮小している。また、償還期限を迎えたMBSやGSE（政府支援企業）債をMBSに再投資している。さらに、償還期限を迎えた国債をロールオーバーすることで、金融緩和を強化している。

一方、フォワードガイダンス政策に関して、FRBは現在、特にインフレ率が中長期的な目標である2%を下回ると予測される場合には、失業率が6.5%を下回っても「相当の期間」、FF金利誘導目標を現在のレンジに維持することが適切になるだろうと想定している。

今後のQE3縮小については、FOMCの見通しに沿ったファンダメンタルズの状況が続くなか、FRBは慎重なペースで縮小を進める方針を維持している。14年の実質GDP成長率はFOMC参加者の予想を下回る可能性が高いものの、悪天候要因の影響が大きく、基本的には緩やかな経済成長が続くと予想される。このため、QE3の縮小は100億ドル程度の慎重なペースで継続され、10月末に終了しよう。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率の大幅なマイナスが残存、失業率は緩やかな改善にとどまり、15年にゼロ金利政策は解除されないと見込まれる。

7. リスクは早期利上げ観測と株価高騰

下振れリスクとしては、①QE3の縮小ペース加速、早期の金融緩和策の終了観測の高まり、②ウクライナ情勢の深刻化、中東情勢の悪化を受けたエネルギー価格高騰、テロ懸念の強まり、③中国シャドーバンキングのデフォルトによる金融市場の混乱、中国経済の急減速、新興国市場の混乱、などが挙げられる。

一方、上振れ要因としては、①金融緩和の長期化等による株高、住宅価格の上昇、②自動歳出削減プログラムの停止、③世界経済の回復ペースの大幅な加速、などが挙げられる。

かつらはた せいじ（主任エコノミスト）