

## Ⅱ. 米国経済見通し ～15年に財政リスクが台頭も緩やかな成長基調を維持～

経済調査部 桂畑 誠治

### (要旨)

- 2014年の実質GDP成長率は、緩和的な金融政策の継続、緊縮財政の緩和等により、前年比+2.3%（13年同+1.9%）と小幅加速しよう。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持続のほか、世界経済の成長ペースの速まり等により、同+2.7%と加速する公算が大きい。バブル期のような高いレバレッジは見込み難いが、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月期は12月から3月にかけて断続的に冬の嵐が襲来したこと、設備投資が減税終了前の駆け込みの反動がでたこと、在庫調整を背景に実質GDP成長率は前期比年率▲1.0%に失速した。
- 14年4～6月期以降の実質GDP成長率は、悪天候による下振れからの回復のほか、15年9月までの財政問題の先送り、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、前期比年率+3%程度を維持しよう。
- 15年には、民主党と共和党の支持率が拮抗していることなどから、14年11月の中間選挙を経て「ねじれ議会」が継続すると見込まれ、政策の不透明感が成長を抑制する要因となろう。それでも、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、輸出拡大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。ただし、15年後半には利上げ観測の強まりに伴う金利上昇圧力のほか、16年の大統領選挙を控え16会計年度予算の成立が困難になるとみられることを背景に、実質GDP成長率は小幅鈍化すると見込まれる（詳細な内容はU.S.Trends「米国 2014年、2015年経済・金融予測」を参照）。

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	2.3	2.7	1.1	2.5	4.1	2.6	▲1.0	3.9	2.6	3.2	2.7	2.6	2.6	2.2	2.5
個人消費	2.0	2.7	2.5	2.3	1.8	2.0	3.3	3.1	2.7	2.5	2.4	2.5	2.6	2.5	2.6	2.4
住宅投資	12.2	0.5	7.2	12.5	14.2	10.3	▲7.9	▲5.1	1.0	5.2	8.6	8.4	8.2	6.4	6.3	6.2
設備投資	2.7	3.7	6.6	▲4.6	4.7	4.8	5.7	▲1.6	6.5	4.8	5.7	7.6	6.7	7.4	6.5	6.4
在庫投資	81.6	76.8	88.7	42.2	56.6	115.7	111.7	49.0	84.0	86.0	88.0	88.9	91.1	93.3	81.4	69.5
政府支出	0.2	▲0.0	0.1	0.9	0.4	1.5	▲0.1	▲1.6	0.9	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	▲0.3	▲0.3
純輸出	▲2.2	▲1.1	▲0.0	▲4.2	▲0.4	0.4	▲5.2	▲0.8	0.6	0.3	▲0.3	0.1	0.1	0.1	▲1.4	0.1
輸出	2.7	4.0	8.9	▲1.3	8.0	3.9	9.5	▲6.0	7.1	8.0	9.8	9.6	9.4	7.8	7.7	7.5
輸入	1.4	3.1	7.7	0.6	6.9	2.4	1.5	0.8	4.2	6.9	4.1	9.8	9.9	8.5	7.3	6.1
名目GDP	3.4	3.5	4.3	2.8	3.1	6.2	4.2	0.3	5.2	3.6	4.3	4.9	3.7	4.8	2.9	4.7
GDPデフレーター	1.4	1.5	1.6	1.3	0.6	2.0	1.6	1.3	1.9	1.1	1.1	2.2	1.1	2.2	0.7	2.2

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

米国では、財政緊縮、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。うえ、ねじれ議会による政策の手詰まりが経済成長の勢いを抑える要因になると見込まれる。一方で、超緩和的な金融政策の継続、中間所得層などへの減税の継続、世界経済の成長などに支えられて景気後退のリスクも小さい。米国経済は16年前半にかけて均して前期比年率+2%台半ば～+3%程度の緩やかな成長軌道を辿る公算が大きい。14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財政緊縮が継続するものの、「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+2.3%、15年同+2.7%成長が見込まれる。

## 2. 14年1-3月期は悪天候、反動で減速

昨年12月から本年3月にかけて、ウィンターストーム（冬の嵐）に断続的に襲われた。この影響のほか、昨年後半の在庫の積み上がりや減税終了前の駆け込みの反動、世界経済の伸び悩み等による輸出の減少によって、14年1-3月期の実質GDP成長率（改定値）は、前期比年率▲1.0%（10-12月期同+2.6%）と11年1-3月期以来、3年ぶりのマイナス成長となった。ただし、ヘッドラインの数字が示すほど中身は悪くない。個人消費が高い伸びとなったほか、政府支出が減少幅を大きく縮小したため、実質国内最終需要は前期比年率+1.6%（10-12月期同+1.6%）と緩やかな拡大基調を維持している。

## 3. 基本的には1月を底に景気は持ち直し

悪天候、異常気象などの影響によって、最近の経済指標は変動幅が拡大している。全体的には1月を底に持ち直しを示す統計が多かった。一部に息切れを警戒させるような経済指標もあるが、天候要因など一時的な要因による月次での変動を懸念する必要はないと考えられる。例えば、4月の実質個人消費は前月比▲0.3%、4月の製造業生産も前月比▲0.4%とマイナスに

転じたが、3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率では、ともにプラス幅を拡大している。4-6月期にかけてのモメンタムの改善を考慮すると、4-6月期には、個人消費の拡大持続のほか、住宅投資や設備投資の回復、悪天候要因の剥落等による在庫投資のGDP寄与がプラスに転じると予想され、4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+4%程度に加速すると見込まれる。ただし、この加速は反動による影響が含まれるため持続性はない。

## 4. 財政金融環境の改善が成長を下支え

経済成長を抑制し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、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月までは予算の未成立による政府機関閉鎖のリスクはない。また、債務上限は15年3月15日まで停止されたため、3月初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先送りされたことで、14年の個人消費や投資を抑制する圧力は弱まっている。

家計部門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を維持するほか、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は低いことから、銀行は今後も融資基準の緩和を継続すると予想される。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は低水準での安定が予想される。さらに、家計の金融資産残高の可処分所得比率は過去最高水準で推移しよう。以上を勘案すると、個人消費は前期比年率+2~3%で推移すると見込まれる。

住宅部門では、悪天候のほか、モーゲージ金利の上昇、住宅ローンの融資基準の厳格化等により、販売件数は水準を切り下げた。今後は、景気拡大に伴う雇用・所得の増加、過去と比較して依然低いモーゲージ金利の水準が続くと予想されるもと、家計の住宅購入意欲が強いことから、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。このような中で、4-6月

期以降の住宅投資は、悪天候要因の剥落、住宅の在庫水準が低いものにとどまっていることから、拡大基調を辿る公算が大きい。

設備投資は、企業収益が改善傾向を辿るもと、緩やかな拡大傾向を維持すると見込まれる。製造業生産は、国内需要の上昇ペース加速に加えて、各国での金融緩和や財政支出の拡大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。また、鉱業はシェールブームに伴う生産の拡大により高い伸びを維持すると予想される。このような生産活動の活発化による稼働率の上昇を受けた増産投資のほか、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、増加基調を維持すると予想される。

以上のように、14年4-6月期以降は財政問題の先送りを受けたマインドの改善、雇用・所得の拡大等を背景に個人消費や住宅投資が拡大傾向を維持するほか、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によって、実質GDP成長率は前期比年率+3%程度の成長ペースを維持すると予想される。

## 5. 15年以降もねじれ議会の可能性

14年11月に中間選挙が実施される。現在与党民主党と野党共和党の支持率がほぼ拮抗しており、基本的には現職が優位な状況にある。議会は既にレイムダック化しており、政策の混乱は起きないとみられ、11月までにスキャンダルがなければ支持率の大きな変化はない見込み。このため、14年11月の中間選挙では、現在と同様に上院で民主党が多数党、下院で共和党が多数党となっている状況は変わらない可能性が高く、「ねじれ議会」は15年以降も継続すると見込まれる。このため、15、16年も税制改革、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は期待できないほか、財政問題が再燃すると見込まれる。債務上限は、15年3月16日に復活する予定となっており、それまでに上限引き上げの条件として、共和党は歳

出削減を求める公算が大きい。また、既存の予算合意は、15年9月までとなっており、緊縮的な暫定予算の策定を繰り返すと予想される。

15年前半は、景気拡大に伴う雇用・所得の増加、世界経済の成長ペース加速等によって経済成長が押し上げられると見込まれ、安定成長基調を維持する公算が大きい。15年後半には、16年の大統領選挙に向けて民主党と共和党が16会計年度予算で合意することは困難とみられ、暫定予算による緊縮財政の強化が予想される。また、利上げ観測の高まりによって世界的に金融市場が不安定化する可能性があることから、実質GDP成長率は小幅鈍化すると見込まれる。

## 6. FRBはQE3を14年10月に終了

FRBは、経済成長の安定や雇用情勢の改善を背景にQE3を縮小したが、それでも月額450億ドル(MBS月額200億ドル、国債月額250億ドル)もの資産購入を行っている。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、金融緩和を継続している。

米国経済は、自律成長に回帰したとみられ、そうした中で雇用も堅調な増加ペースを維持することが見込まれる。こうした状況に鑑みれば、今後FRBは慎重なペースでQE3を縮小させ、10年にはQE3を完全に終了すると予想される。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するなかで、景気拡大に伴う労働市場への参入者の増加により失業率が緩やかな改善にとどまるほか、インフレ率が低位安定を継続すると予想されることから、16年初まで維持されると見込まれる。

## 7. 金融引き締め観測台頭がリスク

予測の下振れリスクには、早期の金融引き締め観測の高まり、地政学リスク等によるエネルギー・食品価格の急騰などが挙げられる。一方、上振れでは株など資産価格の高騰が挙げられる。

かつらはた せいじ (主任エコノミスト)