

Ⅱ. 米国経済見通し ～緩やかな成長基調を維持、早期利上げがリスク～

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、財政緊縮の緩和等により、前年比+2.0%（13年同+2.2%）と小幅減速しよう。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+2.9%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、安定成長が持続すると予想される。
- 14年4-6月期は、12月から3月にかけての断続的な冬の嵐襲来による落ち込みの反動等により、実質GDP成長率は前期比年率+4.2%に加速した。
- 14年7-9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+2%台後半を維持しよう。
- 14年11月の中間選挙では、共和党が上院で安定多数である60議席を獲得することは困難とみられる。選挙後の15年には政策の不透明感が強まるのが、経済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、2015年を通して前期比年率+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10-12月期以降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。

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	2.2	2.0	2.9	2.7	1.8	4.5	3.5	▲2.1	4.2	2.5	2.9	2.7	2.8	3.0	2.6	2.5
個人消費	2.4	2.1	2.4	1.7	1.8	2.3	3.1	1.9	2.5	2.0	1.8	3.0	2.7	2.9	2.8	2.7
住宅投資	11.9	1.8	7.4	2.2	2.3	2.3	2.8	2.2	2.3	2.1	1.8	2.2	2.2	2.5	2.6	2.5
設備投資	3.0	5.7	6.7	7.8	19.0	11.2	▲8.5	▲5.3	7.2	5.1	8.4	8.2	8.1	6.3	6.2	6.1
在庫投資	63.6	80.0	108.6	11.5	15.2	14.4	6.9	3.5	0.8	▲0.6	3.7	7.2	7.5	7.8	7.2	6.7
政府支出	0.0	0.1	0.2	1.5	1.6	5.5	10.4	1.6	8.4	5.7	5.6	7.5	6.5	7.2	6.3	6.2
純輸出	▲2.0	▲0.6	0.0	2.6	1.9	3.0	4.7	4.7	6.4	6.5	5.3	6.8	6.3	6.7	6.9	6.6
輸出	▲420.5	▲452.3	▲461.6	▲3.9	0.2	0.2	▲3.8	▲0.8	1.4	0.3	▲0.3	0.1	0.1	0.1	▲1.4	0.1
輸入	0.2	▲0.2	▲0.1	▲2.0	▲1.8	▲2.4	▲1.9	▲1.1	▲0.8	▲0.7	0.1	0.4	0.1	0.0	▲0.3	▲0.3
名目GDP	3.7	3.6	4.4	▲427.2	▲446.0	▲424.6	▲384.0	▲447.2	▲463.5	▲447.5	▲450.8	▲462.3	▲467.2	▲462.7	▲454.2	▲454.1
GDPデフレーター	1.5	1.5	1.6	▲0.1	▲0.5	0.5	1.0	▲1.6	▲0.4	0.4	▲0.1	▲0.3	▲0.1	▲0.1	0.1	0.0
				▲0.8	6.3	5.1	10.0	▲9.2	10.1	7.7	9.8	8.6	7.4	7.3	9.0	7.0
				1.9	2.2	3.0	5.1	2.8	3.7	4.3	4.3	9.0	8.4	8.3	8.1	7.7
				▲0.2	8.5	0.6	1.3	2.2	11.0	3.7	8.6	8.9	6.9	5.3	6.2	5.8
				▲0.1	1.0	1.2	2.5	3.1	3.7	4.5	6.3	8.0	7.0	7.4	6.8	6.1
				4.2	2.9	6.2	5.0	▲0.8	6.4	3.5	4.1	4.9	3.9	5.3	3.3	4.6
				3.4	3.3	3.7	4.6	3.3	4.2	3.5	3.3	4.7	4.1	4.5	4.4	4.3
				1.3	1.2	1.7	1.5	1.3	2.1	1.1	1.1	2.2	1.1	2.2	0.7	2.2
				1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.7	1.5	1.4	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+2.0%、15年+2.9%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、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、世界経済の成長等に支えられ、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、その規模は2012年のいわゆる「財政の崖」のような深刻なものにはならない。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+2.0%、15年同+2.9%成長が見込まれる。

2. 14年4－6月期の高成長は持続性なし

14年4－6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+4.2%（1－3月期同▲2.1%）とプラス成長に転じた。住宅投資や政府支出が3四半期ぶりに増加したうえ、個人消費、設備投資が加速するなど、実質国内最終需要が前期比年率+3.1%（1－3月期同+0.7%）と拡大ペースを速めた。さらに、輸出の回復によって純輸出のGDP寄与がマイナス幅を縮小したほか、在庫投資のGDP寄与が大幅なプラスとなったことで、実質GDP成長率が押し上げられた。

ただし、4－6月期の高い成長は、1－3月期の厳冬による落ち込みの反動による部分も大きく、持続性はないと考えられる。もっとも、米国経済はFRBの金融緩和策によるバランスシートの改善などを背景に、基本的には前期比年率+2%台後半の安定的な拡大基調を維持できる状態にあると判断される。

3. 経済成長を支える要因

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景気拡大を背景に増加傾向を維持している。資産・負債状況では、家計の金融資産残高の可処分所得比率は

過去最高に達している。また、家計の純資産残高は過去最大を更新、金融負債残高の可処分所得比率は低下傾向にある。

可処分所得に対する金融債務返済負担比率は過去最低水準付近まで低下、返済負担が軽減しており、所得を消費に回す余力が高まっている。借り入れ環境に関しては、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」などが緩和傾向にある。

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は低下傾向にあることから、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、今後も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見込まれる。さらに、株価は世界的な景気拡大持続による企業業績の改善、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+2～3%で推移する公算が大きい。

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、14年初にかけて住宅販売は水準を切り下げたが、足下で持ち直しの動きに転じている。今後は、融資基準が再び緩和され始めたほか、景気拡大に伴う雇用・所得の増加、過去と比較して実質モーゲージ金利の低い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、7－9月期以降も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、住宅投資は、天候要因の剥落、加えて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。なお、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にシフトすると見込まれる。

製造業生産は、国内需要の拡大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、構築物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。

今後、世界的な景気拡大、コストの抑制などを背景に企業収益は改善傾向を辿るとみられ、設備投資は緩やかな拡大傾向を維持しよう。

4. 中間選挙後も政策の停滞継続

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の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。

選挙区別の世論調査では、いくつかの上院の接戦州で共和党候補者が民主党候補者の支持を上回っており、共和党が上院でも過半数を奪い議会のねじれが解消される可能性も徐々に高まっているが、フィリバスター（議事妨害）を終了させることができる60議席を獲得することは難しい。16年の大統領選挙を意識し、共和党は大幅な歳出削減、オバマケアの大幅な修正を強く主張する一方、民主党、オバマ政権は両政策には否定的であり、共和党との政策対立が続き、民主党の支持を得られないことから、法案成立が困難な状況は変化しないと考えられる。

15年は、16年の大統領選挙を控え、民主党と共和党の対立が激化するとみられ、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は期待できないほか、債務上限や予算など財政問題が再燃すると見込まれる。現在先送りされている債務上限は、15年3月16日に復活する。これによって、直ぐに米国債がデフォルトするわけではないが、上限引き上げの条件として、新たな歳出削減を求める共和党と無条件での引き上げを求める民主党・オバマ政権との合意は容易ではないだろう。

また、民主党と共和党が歳出総額で合意した予算は15会計年度予算（14年10月－15年9月）までだ。15年9月までに16会計年度（15年10月

－16年9月）予算を策定する必要があるが、16年に大統領・議会選挙を控え、財政政策で主張が大きく異なる両党が合意する可能性は低く、期限までに16会計年度の本予算が成立するとは予想し難い。しかし政府機関閉鎖は国民から支持されないことから、民主・共和両党とも妥協点を探り、緊縮的な暫定予算で合意するだろう。

このような状況のもと、15年7－9月期にかけて、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る。一方で、ファンダメンタルズの改善が続くなかで、金融引き締め観測の高まりを受けた市場金利の上昇により、経済成長の加速ペースは抑えられ、米国経済は緩やかな拡大基調を維持する公算が大きい。15年10－12月期には、暫定予算による財政緊縮の強化で、景気を下振れさせる公算が大きい。

5. 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を月額250億ドル（MBS月額100億ドル、国債月額150億ドル）まで縮小した。一方、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、自律成長に回帰しており、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、FRBは10月にはQE3を終了すると予想される。一方、事実上のゼロ金利政策は、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の改善ペースが鈍化するほか、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。

6. 早期の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）