

II. 米国経済見通し ～緩やかな成長基調を辿るも、早期利上げがリスク要因～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

- 2014年の実質GDP成長率は、前年比+2.2%（13年同+2.2%）と前年並みの成長を達成する見込み。15年は、雇用、所得の増加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、前年比+2.9%と加速する公算が大きい。16年は、金融引き締めなどの影響により、同+2.6%成長が見込まれる。
- 14年7-9月期の実質GDP成長率は、純輸出の押し上げのほか、国防支出の急増等により前期比年率+3.9%と高い伸びとなった。10-12月期の実質GDP成長率は、個人消費の拡大持続、住宅投資の回復傾向が続くものの、純輸出の赤字額の増加、在庫の積み増しペースの抑制により、前期比年率+2%台に減速しよう。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、輸出増加に伴う設備投資の拡大等を背景に、前期比年率+2%台後半の安定成長基調を維持する公算が大きい。ただし、15年後半にかけて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会計年度の本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15年10-12月期以降小幅鈍化すると見込まれる。
- FRBは、雇用の改善持続を受け、14年10月にQE3を終了した。今後利上げまで償還債券の再投資を継続することでバランスシートの水準を維持すると予想される。利上げはコアインフレ率の低い伸びの中、質の改善を伴った雇用の最大化を目指し16年初まで見送る公算が大きい。
- 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など、上振れリスクには、株など資産価格の高騰、世界経済の力強い成長による輸出や生産活動の高い伸びが挙げられる。

(資料1) 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)	2016年 (予測)	2014年				2015年				2016年				2017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	2.2	2.9	2.6	▲2.1	4.6	3.9	2.1	3.0	2.7	2.6	2.5	2.5	3.0	2.6	2.4	2.4
個人消費	2.4	2.3	2.5	2.5	1.2	2.5	2.2	2.5	2.5	2.6	2.5	2.6	2.5	2.4	2.4	2.5	2.5
住宅投資	11.9	1.6	5.8	6.3	▲5.3	8.8	2.7	5.9	4.2	8.2	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	6.0	5.9
設備投資	3.0	6.1	6.5	6.6	1.6	9.7	7.1	5.5	6.2	6.5	6.4	6.9	6.8	6.6	6.0	5.9	5.8
在庫投資	63.6	69.8	77.6	61.4	35.2	84.8	79.1	80.1	76.8	79.0	81.2	73.3	61.4	73.3	61.4	49.5	37.6
政府支出	▲2.0	▲0.1	0.5	▲0.1	▲0.1	▲0.8	1.7	4.2	▲0.3	0.1	0.1	0.1	▲1.4	0.2	0.5	0.1	0.1
純輸出	▲420.5	▲447.5	▲443.7	▲452.0	▲447.2	▲460.4	▲431.0	▲451.3	▲434.0	▲441.9	▲449.4	▲449.4	▲449.1	▲456.6	▲450.0	▲452.3	▲452.4
輸出	3.0	3.5	7.5	7.5	▲9.2	11.0	4.9	8.8	6.7	7.5	7.4	9.1	7.1	7.0	6.8	6.7	6.6
輸入	1.1	4.0	6.0	6.5	2.2	11.3	▲0.7	10.7	2.7	7.5	7.3	7.6	5.9	7.0	4.8	6.0	5.6
名目GDP	3.7	3.8	4.5	4.5	▲0.8	6.8	5.3	3.2	5.3	3.9	4.9	3.2	4.8	5.2	4.8	4.6	4.6
GDPデフレーター	1.7	1.4	1.6	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1	2.2	1.1	2.2	0.7	2.2	2.2	2.2	2.2	▲99.8
					1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.4	1.7	1.6	1.6	1.8	1.8	2.2	▲79.8

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. 15年+2.9%、16年+2.6%成長

米国では、緊縮財政、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。民主党和共和党の対立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、新興国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〜同+3%程度の緩やかな成長軌道を迎える公算が大きい。14年前年比+2.2%、15年同+2.9%、16年+2.6%成長が見込まれる。

2. 14年7-9月期高い成長率だが特殊要因も

14年7-9月期の実質GDP成長率改定値(2次推計)は、前期比年率+3.9%(4-6月期同+4.6%)とプラス幅を縮小したものの、高い成長となった。地政学リスクの高まりなどによって、国防支出が加速したほか、純輸出のGDP寄与が同+0.98%ptと大幅なプラスに転じた。政府支出は中東等での軍事活動の活発化を背景とした国防支出の増加によって押し上げられたほか、純輸出は前期の反動による輸入の減少に加えて、ウクライナ危機を受けたロシアへのエネルギー依存度引き下げの動きなどを背景としたエネルギー関連輸出の増加によってGDP寄与度が大幅なプラスとなった。

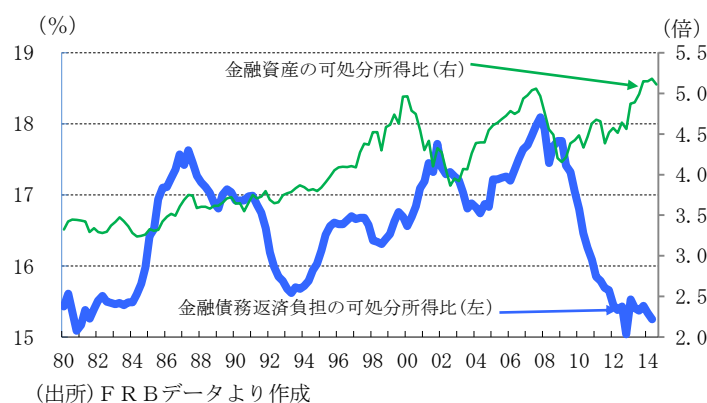
一方で、耐久財が大幅に鈍化した個人消費のほか、住宅投資、構築物投資の鈍化で設備投資が減速した。特に、個人消費が前期比年率+2.2%、住宅投資が前期比年率+1%台の伸びにとどまるなど、ヘッドラインの数字が示すほど、米国景気は勢いを増していない。米経済は、引き続き緩やかなペースでの拡大となっている。

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し続けてい

る。一方、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いることから、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、個人消費と逆相関関係の強い「銀行のクレジットカード向け融資基準」、「自動車ローン融資基準」などが緩和傾向にある。

資料2. 家計の金融環境



今後、景気拡大持続に伴う雇用・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こう。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、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、超緩和的な金融政策の継続等により、大幅な調整は回避され、基本的には緩やかに上昇すると予想される。以上を勘案すると、個人消費は前期比年率+2~3%で推移する公算が大きい。

住宅部門では、モーゲージ金利の低下、住宅ローンの融資基準の緩和等により、住宅販売は水準が10月にかけて持ち直している。今後は、融資基準の緩和のほか、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比較的強いことから、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、10-12月期以降の住宅投資は、悪天候により一時的に抑えられる可能性があるものの、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、緩やかな上昇傾向で推移すると見込まれる。

設備投資は、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、緩やかな拡大傾向を維持しよう。内訳では、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持続による輸出の増加によって、拡大基調を維持すると見込まれる。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。

4. 15、16年も均してみれば安定成長持続

中間選挙の結果、共和党が上下両院で過半数を握り、「ねじれ議会」は解消された。しかし、上院ではフィリバスター（議事妨害）を終了させるために必要な60議席（安定多数）を獲得することはできなかった。民主党が反対している法案を成立させるためには、上院民主党議員の一部の賛成が必要となる。16年の大統領選挙を控え、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、両党の対立が続く可能性が高い。法案成立が困難な状況は続くと考えられるほか、予算は緊縮的なものになると予想される。

もっとも、マインドの改善、景気拡大に伴う雇用・所得の増加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、景況感の改善や収益の増加等を背景に設備投資が拡大ペースを加速しよう。また、これまで低迷していた新興国経済の持ち直しによる世界経済の緩やかな加速等によって、実質GDP成長率は前期比年率

+2~3%の安定的な伸びを維持すると予想される。

15年後半にかけて、金融引き締め観測の高まりを受けた市場金利の上昇が見込まれるほか、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。さらに、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ことから、15年10-12月期以降の実質GDP成長率は小幅鈍化する公算が大きい。

16年には、11月の大統領・議会選挙を控え米政府・議会がレインダック化するほか、金融引き締めの影響等により、年後半に成長ペースが小幅鈍化すると予想される。

5. FRBは利上げまでバランスシート維持

FRBは、現行の資産購入を始めて以降、労働市場の見通しは著しく改善し、物価安定のもと、雇用情勢の改善が持続するために十分な経済の拡大が続くと判断、QE3を10月末で終了した。一方で、償還期限を迎えたMBSやGSE（政府支援企業）債のMBSへの再投資を継続している。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、金融緩和の状況を維持する方針である。利上げまで、償還期限を迎えたMBSやGSE（政府支援企業）債をMBSに再投資すると見込まれる。利上げ開始は、PCEコアデフレーターが前年比+1.5%程度の安定した水準で推移すると予想されるもと、質の改善を伴った雇用の最大化を達成するために、16年1-3月期頃になる見込み。その後、慎重なペースで利上げを実施し、FFレートは16年末で2.00-2.25%にまで引き上げられよう。

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）