

## 米国 ねじれ議会で強まる緊縮財政が成長を抑制

(2012、2013、2014年経済予測)

～実質GDP成長率は、12年+2.2%、13年+1.5%、14年+2.3%と低成長が続く見込み～

発表日：2012年12月6日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 桂畑 誠治  
03-5221-5001

- 米国の2012年実質GDP成長率は、緊縮財政の強化、世界経済の減速等を背景に、前年比+2.2%（8月予測同+2.2%）、13年は同+1.5%（8月予測同+1.9%）、14年は同+2.3%と緩やかな成長にとどまると予想される。リスクとして挙げているねじれ議会が続くことになったため、減税の延長、歳出削減の先送りされる項目が前回見通し時の想定よりも少なくなり、より緊縮的な財政政策が行われるとみられることから、13年の成長率見通しを下方修正した。
- 12年10-12期は、金融緩和・緩和期待による株高や低金利、新興国経済の持ち直しのほか、住宅市場の回復等が見込まれる。一方で、ハリケーン「サンディ」襲来による北東部を中心とした経済活動への打撃のほか、財政の崖など政策の先行き不透明感を背景とした企業マインドの悪化による投資の先送りによって、緩やかな成長ペースにとどまろう。
- 減税の終了や歳出削減などが同時期に実施される「財政の崖」は、放置すれば景気後退に陥るため、クリスマス前に一部延長が決まると考えられる。対象は、ブッシュ減税、投資減税などで、景気に配慮し段階的に延長されよう。一方、給与減税が終了し、11年予算管理法による年間1,100億ドル程度の自動歳出削減は少なくとも2年間継されると予想する。景気は増税、歳出削減が開始される13年初に大幅減速しよう。それでも、「財政の崖」への不透明感の払拭、ブッシュ減税の継続、金融緩和強化の継続、世界経済の持ち直しなどを背景に、13年半ば以降成長ペースは徐々に加速すると見込まれる。14年後半には中間選挙を前にブッシュ減税などの延長問題が再燃し、成長ペースは抑制されると予想される。
- FRB（連邦準備制度理事会）は、QE3（量的緩和第3弾）として毎月400億ドルのMBS（住宅ローン担保証券）の購入を無期限で実施している。また、「少なくとも15年半ばまで」とする時間軸政策の強化のほか、保有国債の平均償還年限の長期化などを実施している。上述のような経済情勢や需給ギャップの残存によるコアインフレの低い伸びが続く中、緊縮財政による景気減速が予想されること、オペレーションツイストが年内に終了することから、FRBは経済成長を支援するため12月11、12日のFOMCで、国債購入を決定すると予想される。FRBは13年にMBSや国債の購入を継続し、成長ペースの加速が見込まれる14年にバランスシートの拡大を停止しよう。
- 予測の下振れリスクには、急激な財政緊縮となる「財政の崖」への対応の遅れ、欧州経済の下振れ、新興国経済の成長ペースの低下が挙げられる。一方、上振れリスクには、全ての減税策の延長、11年予算管理法に基づく自動的な歳出削減の回避、世界経済の再加速により輸出や生産活動が想定以上となる可能性が挙げられる。

### 1. 実質GDP成長率は、12年+2.2%、13年+1.5%、14年+2.3%と低成長が続く見込み

#### 緊縮財政がGDP 成長率を抑制

実質GDP成長率は、2012年については、「財政の崖」への懸念、欧州債務問題の長期化などによる世界経済の減速のほか、緊縮財政等を背景に、前年比+2.2%（8月予測同+2.2%）成長にとどまると見込まれる（図表1）。ねじれ議会の継続を受け、「財政の崖」など緊縮財政

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

の規模が大きくなるとみられ、13年の実質GDP成長率は前年比+1.5%と前回の同+1.9%から下方修正した。14年はねじれ議会による政策の停滞で緊縮財政が継続することで同+2.3%にとどまろう。なお、現時点の米国経済見通しのコンセンサスは、12年前年比+2.2%（8月同+2.2%）、13年同+2.0%（8月同+2.1%）、14年同+2.8%（8月同+2.8%）とあまり変化していない。

米国では、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加速を妨げると見込まれる。一方で、金融緩和の強化、減税の継続、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。今後も市場の景気に対する見方は楽観・悲観を繰り返すとみられるが、米国経済は14年前半にかけて均して実質2%程度の緩やかな成長軌道を辿る公算が大きい（図表2）。

（図表1）米国経済見通し（前年比、%）

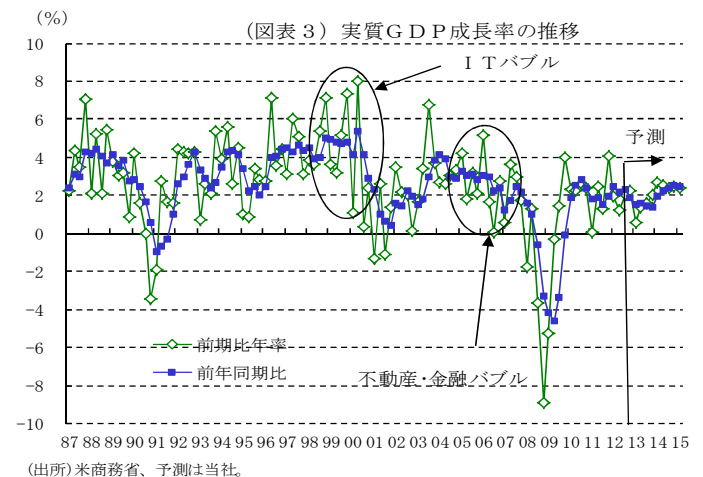
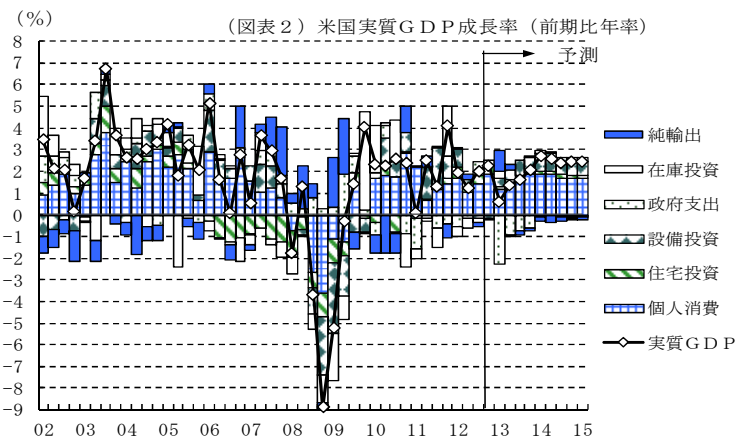
(%)

（注）

| 暦年    | 名目GDP | 実質GDP |        |      |       |       |        |        |       |       | 政府支出 |
|-------|-------|-------|--------|------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|------|
|       |       | 内需    | 個人消費   | 設備投資 | 住宅投資  | 在庫    | 外需     | 輸出     | 輸入    |       |      |
| 2005  | 6.5   |       |        |      |       |       |        | 3.1    | (3.4) | 3.4   | 6.7  |
| 2006  | 6.0   | 2.7   | (2.7)  | 2.9  | 8.0   | ▲7.3  | (0.1)  | (▲0.1) | 9.0   | 6.1   | 1.4  |
| 2007  | 4.9   | 1.9   | (1.3)  | 2.3  | 6.5   | ▲18.7 | (▲0.2) | (0.6)  | 9.3   | 2.4   | 1.3  |
| 2008  | 1.9   | ▲0.3  | (▲1.5) | ▲0.6 | ▲0.8  | ▲23.9 | (▲0.5) | (1.2)  | 6.1   | ▲2.7  | 2.6  |
| 2009  | ▲2.2  | ▲3.1  | (▲4.1) | ▲1.9 | ▲18.1 | ▲22.4 | (▲0.8) | (1.1)  | ▲9.1  | ▲13.5 | 3.7  |
| 2010  | 3.8   | 2.4   | (2.9)  | 1.8  | 0.7   | ▲3.7  | (1.5)  | (▲0.5) | 11.1  | 12.5  | 0.6  |
| 2011  | 4.0   | 1.8   | (1.7)  | 2.5  | 8.6   | ▲1.4  | (▲0.2) | (0.1)  | 6.7   | 4.8   | ▲3.1 |
| ▼2012 | 4.1   | 2.2   | (2.2)  | 1.8  | 6.9   | 11.8  | (0.2)  | (0.0)  | 3.5   | 2.9   | ▲1.2 |
| 2013  | 3.7   | 1.5   | (1.1)  | 1.9  | 2.4   | 7.1   | (0.1)  | (0.3)  | 5.4   | 2.4   | ▲4.4 |
| 2014  | 4.4   | 2.3   | (2.4)  | 2.6  | 6.9   | 4.3   | (0.0)  | (▲0.2) | 9.0   | 8.6   | ▲1.7 |

予測 （出所）米商務省、予測は当社

（注）図中カッコ内は寄与度。



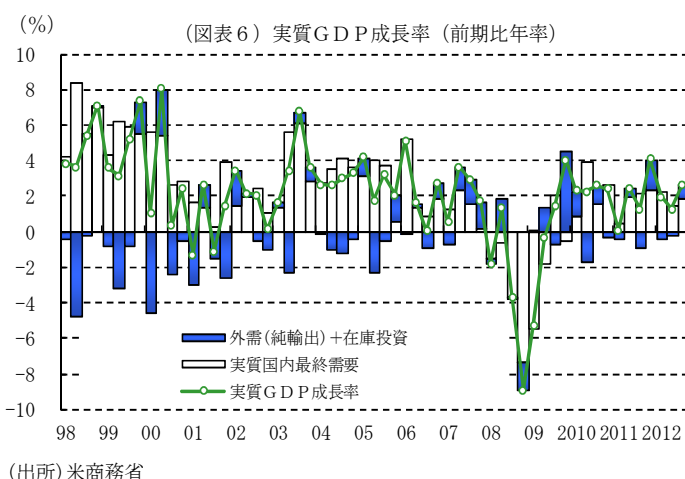
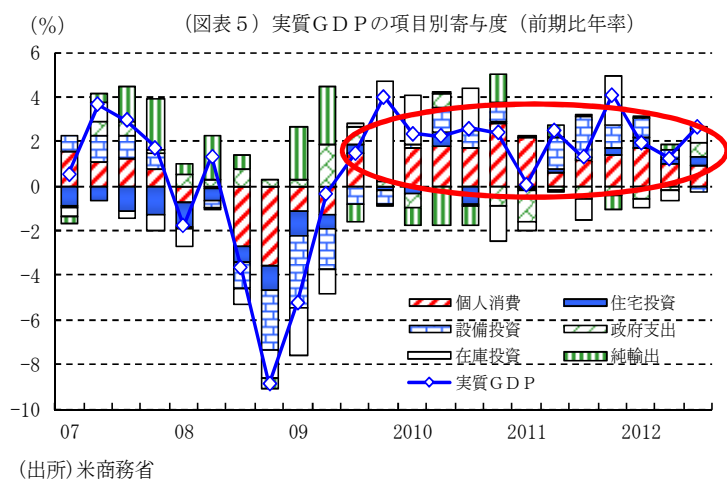
## 2. 12年7－9月期は実質GDP成長率は加速したが実質国内最終需要に力強さはない

**国内最終需要は前期比年率+1.7%にとどまる**

12年7－9月期の実質GDP成長率(改定値)は、前期比年率+2.7%(4－6月期同+1.3%)と加速した。財政の崖、欧州債務問題などによる先行き不透明感を背景に設備投資が減少に転じたほか、個人消費が鈍化した。一方、住宅投資は、低金利などを背景とした住宅販売の持ち直しや着工の抑制による在庫率低下によって、増加ペースを速めた。また、政府支出は9四半

期ぶりに増加した。連邦政府支出が国防支出の急増により増加に転じたほか、州地方政府支出が減少幅を縮小した。この結果、国内需要の基調を示す実質国内最終需要は前期比年率+1.7%（前期同+1.4%）と小幅加速した。さらに、在庫の積み増しペースが加速したほか、輸出の加速によって純輸出がプラス寄与となり、GDP成長率を押し上げた。

ただし、実質GDP成長率は加速したものの、在庫の積み増しや純輸出による部分が大きく、米国内需要の強さを示す実質国内最終需要は前期比年率で+2%を下回っており、米経済の力強さに欠ける状態に変化はみられない。



### 3. ハリケーン「サンディ」で10、11月に一時的な落ち込み

12年10-12月期は、  
財政の崖の先行き不  
透明感やハリケーン  
「サンディ」襲来に  
より下振れ

12年10-12月期には、10月末に襲来したハリケーン「サンディ」の影響により、一時的に消費や生産活動が抑制された。また、ねじれ議会の継続によって、減税の終了、増税や大規模な歳出削減の開始が13年に集中する「財政の崖（Fiscal cliff）」や、12月末ごろに法定債務上限に達するとみられる米連邦政府の債務残高の行方に対して不透明感が強まっている。このような先行き不透明な状況が続くと、経営者マインドに悪影響を与え、企業の投資、新規採用を抑制するだろう。特に、設備投資は欧州債務危機などの先行き不透明感も強く縮小が予想される。

個人消費は、金融緩和・緩和期待による株価の安定等が続くものの、低成長に伴う雇用・所得の小幅拡大を背景に、緩やかな増加にとどまると予測される。また、住宅投資は、住宅販売の増加、在庫率の低下を背景に高い伸びを維持するものの、前期の高い伸びの反動もあり小幅鈍化するだろう。さらに、11年予算管理法（Budget Control Act 2011）に基づき現在実行中の10年間で総額9,170億ドルの歳出削減のほか（図表7）、ねじれ議会による共和党主導での歳出抑制、財政悪化に伴う州・地方政府の支出削減などによって、政府支出は抑制されよう。

以上のことを背景に、10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.7%に減速すると予想される。

(図表7) 11年予算管理法に基づく総額9170億ドルの財政赤字削減

(10億ドル)

|          | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 合計   |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 歳出削減     | -25   | -46   | -58   | -66   | -73   | -79   | -87   | -95   | -103  | -111  | -741 |
| 利払い負担軽減分 | 0     | -1    | -3    | -6    | -10   | -15   | -20   | -26   | -33   | -40   | -156 |
| 合計       | -21   | -42   | -59   | -75   | -87   | -99   | -112  | -126  | -141  | -156  | -917 |

(出所) CBO資料より作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

#### 4. 13、14年は自動歳出削減プログラムなど緊縮財政の強化により成長抑制

**財政の崖への対応  
がなければ深刻な  
景気後退に**

13 年以降の経済成長に大きな影響を及ぼす要因の一つである「財政の崖」に関しては、12 年 11 月の選挙でねじれ議会がさらに 2 年間継続することが決まったことで、不透明感が強まった。

「財政の崖」の先送りなどに民主党と共和党が全く合意できない場合（図表 8、9、10 の①対応なし）、13 年に総額 7,990 億ドル（GDP 比 5.1%）と巨額な緊縮財政となり、13 年の GDP 成長率は 3.7%押し下げられる（景気悪化によって財政赤字が増加するフィードバック効果（\*1）を考慮すると総額 7,360 億ドル、4.7%）。

内訳をみると、個人消費はブッシュ減税や AMT 回避措置（\*2）、給与減税、医療保険制度改革に伴う増税、緊急失業保険の延長措置の終了によって、GDP を 2.96%押し下げよう。設備投資は投資減税などの終了を背景に、GDP を 0.62%押し下げ、政府支出は自動歳出削減（\*3）等により GDP を 1.11%押し下げると試算される。一方、需要縮小による純輸出の減少によって、GDP は約 1%押し上げられる。これらの影響により、13 年の実質 GDP 成長率は▲0.6%に落ち込み、米国経済は深刻な景気後退に陥るだろう。結果的に、米国の財政赤字額は「財政の崖」以上に拡大するだろう。となれば、緊縮財政を強化せざるを得なくなり、景気回復後も低成長が長期化すると予想される。

（\*1）フィードバック効果とは、「財政の崖」によって景気が悪化することで、失業保険給付など支出が増加し、財政赤字が拡大すること。

（\*2）AMT（代替ミニマム税）は、高額所得の納税者が減税措置を利用して納税額を少なくすることを避けるための制度。所得の高い人が各種控除や優遇措置適用により所得税が低く計算された場合、これらの減税措置を除いて計算した税金を追加で支払う必要がある。ただし、同税制は物価調整を行わないと対象者が拡大するため、対象所得を引き上げる措置が定期的に必要となっている。

（\*3）自動歳出削減プログラムとは、与党民主党と野党共和党との対立により、11 年予算管理法で決められていた 1.5 兆ドル程度の大規模な歳出削減策で合意できなかったため、13 会計年度から 10 年間で総額 1.2 兆ドルの自動的な歳出削減プログラムが開始される予定となっている。これにより、13 年から毎年 1,100 億ドル程度の歳出削減が開始される。メディケアや軍事関連支出が対象となっている（年金、メディケイド、連邦職員給与、退役軍人や低所得者向け社会保障については対象外）。

**12 月に 3 ヶ月程度  
の延長決定へ**

このような財政の崖による深刻な景気後退を回避するために、米議会は 12 月中旬にもブッシュ減税など減税策を中心に 3 ヶ月程度の延長で合意する可能性が高い。ただし、自動歳出削減プログラムを停止するためには基本的に 1.2 兆ドルの財政赤字削減計画を策定する必要があるが、選挙後の短期間で策定することは困難とみられること等から、13 年に開始される公算が大きい。

前回見通しでは、リスクシナリオとしていたねじれ議会の継続が現実のものとなったことから、「財政の崖」の見方を変更した。延長を前提としていた給与減税が終了するほか、自動歳出削減プログラムが 13 年後半以降も継続することをメインシナリオとし、13 年の実質 GDP 成長率を下方修正した。メインシナリオ（図表 8、9、10 の②一部延長）についてみると、両党の意見の相違から、中長期の財政・税制改革で早期に妥結することは困難とみられる。新しい議会が召集されるまでの落選した議員も出席する通称「レームダック議会」期間中であるが、

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

景気後退を回避するため年内に民主党指導部と共和党指導部が少なくとも1) ブッシュ減税、2) 投資減税、3) 緊急失業保険給付期間の3ヵ月程度の延長を行うと予想される。延長の背景は以下のとおりである。

1) ブッシュ減税に関しては、終了すると富裕層だけでなく、中間層への増税となり、景気への悪影響が大きくなる。控除の簡素化などを含む税制改革で合意されるにはかなりの時間がかかるため、民主党が主張する富裕層増税より民主党は中間所得層への減税継続を重視し、延長に賛成する可能性が高い。

2) 投資減税は、法人税率の引き下げなどを含む税制改革には時間がかかるとみられるが、足下で縮小している設備投資を回復・拡大させるために延長されよう。

3) 緊急失業保険の給付措置を直に終了すると、雇用環境の厳しいもとで生活に与える影響が大きいため、延長で合意すると考えられる。

この部分的な延長によって「財政の崖」の悪影響を緩和し、12年選挙で当選した議員が参加する新しい議会とオバマ大統領にその後の対応を任せる形がとられよう。新しい議会でも、早期に税制改革案や財政改革案の策定を行うことは困難とみられ、部分的に延長した減税などの1、2年延長にとどまると予想される。予算管理法に基づく自動歳出削減プログラムについては、これを停止するためには長期の財政赤字削減計画を策定する必要があり、策定には時間がかかるとみられることから、13年1月に開始されると予想される。10年間の財政赤字削減計画を策定する必要があるが、富裕層への増税を主張する民主党と税率引き上げに反対する下院共和党が財源で合意することは困難とみられ、1.2兆ドル規模の財政赤字削減策を策定できず、自動歳出削減は13、14年の2年間継続する可能性が高い。したがって、13年、14年を通じて緊縮財政が成長を抑制する公算が大きい。

法定債務上限の引き上げは、上限に達してから3ヶ月程度は資金繰りによって対応可能であるため、10年間の財政赤字削減計画の策定が困難な年内は見送られよう。13年に財政赤字削減計画が策定できない場合でも、自動歳出削減が開始されていれば下院共和党は同額分の債務上限の引き上げに賛成するとみられ、デフォルト懸念は11年の時ほど強まらないだろう。

### **部分的な延長でも 13年の成長率を約 ▲1.6%押し下げ**

以上のような部分的な延長が行われた場合の実質GDP成長率への影響をみると、13年に約3,670億ドルの緊縮財政となり、13年のGDP成長率は1.56%押し下げられる。内訳をみると、個人消費は、給与減税、医療保険制度改革に伴う増税の終了によって、GDPを0.87%押し下げよう。政府支出は自動歳出削減等によりGDPを1.11%押し下げられると試算される。一方、需要縮小による純輸出の減少によって、GDPを0.42%押し上げる。これらの影響により、13年の実質GDP成長率は+1.5%に減速すると予想される。「財政の崖」から一気に落ち込むことは回避されても、長期の財政赤字削減策の策定ができずに、自動歳出削減、あるいは大幅な歳出削減の継続によって、低い成長率が続く公算が大きい。

特に13年前半は、ハリケーン「サンディ」被害の復旧・復興による下支えが期待されるものの、一部の増税や自動歳出削減プログラムなどが開始されるため、実質GDP成長率は大幅に減速すると見込まれる。このような状況の中で、FRBは金融緩和を強化すると予想されるほか、新興国を中心に金融緩和や財政支出の拡大などを背景に世界経済の拡大ペースが速まるとみられ、13年後半以降に米国の成長ペースは徐々に加速すると見込まれる。

しかし、14年後半には14年11月の中間選挙を控え、「続・財政の崖」懸念が再び高まり、雇用や投資の伸びが鈍化し、成長率は抑制されると見込まれる。

(図表8) 財政の崖：12年から13年の財政赤字削減額および一部延長(先送り)の財政赤字削減額 (10億ドル)

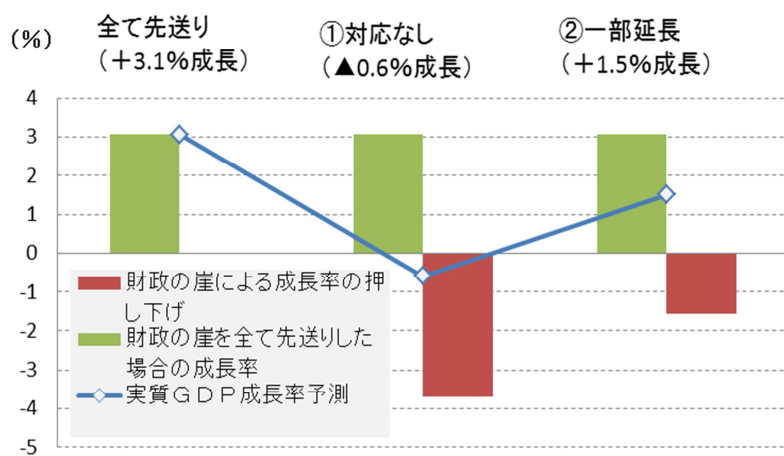
| 財政の崖の規模 (全て、*1)                        |      | 延長項目(*) | 崖の大きさ(*) |
|----------------------------------------|------|---------|----------|
| 歳入関連                                   | 524  | 387     | 137      |
| フッシュ減税 (個人所得税・相続税・贈与税減税の終了、AMT回避措置の失効) | 300  | 300     |          |
| 給与税減税の終了                               | 113  |         | 113      |
| 投資減税、他の負担軽減措置の終了                       | 87   | 87      |          |
| 医療制度改革に伴う富裕層増税                         | 24   |         | 24       |
| 歳出関連                                   | 169  | 45      | 123      |
| 予算管理法に基づく自動歳出削減                        | 110  |         | 110      |
| 緊急失業保険の延長措置の終了                         | 45   | 45      |          |
| メディケア診療報酬削減の凍結措置解除                     | 13   |         | 13       |
| その他 (歳出入の分類が困難なもの)                     | 107  |         | 107      |
| 合計                                     | 799  | 432     | 367      |
| GDP比                                   | 5.1% | 2.8%    | 2.3%     |
| フィードバック効果 (景気後退による歳出増加など)              | ▲63  | ▲29     | ▲34      |
| 計                                      | 736  | 403     | 333      |

(出所) CBO資料より当社試算、網掛け箇所は延長されると予想される項目

(\*1) 本文中 ①のシナリオに対応

(\*2) 本文中 ②一部延長のシナリオに対応

(図表9)「財政の崖」の13年の実質GDP成長率への影響



(出所) CBO資料より当社試算

(図表10) GDPへの影響

①対応なし

「財政の崖」の13年GDP寄与度(%)

|      |        |
|------|--------|
| 個人消費 | ▲ 2.96 |
| 設備投資 | ▲ 0.62 |
| 政府支出 | ▲ 1.11 |
| 純輸出  | 0.99   |
| 合計   | ▲ 3.70 |

(出所) CBO資料より当社試算

②一部延長(フッシュ減税、投資減税、緊急失業保険の延長措置)

部分延長した場合の「財政の崖」の13年GDP寄与度(%)

|      |        |
|------|--------|
| 個人消費 | ▲ 0.87 |
| 設備投資 | -      |
| 政府支出 | ▲ 1.11 |
| 純輸出  | 0.42   |
| 合計   | ▲ 1.56 |

(出所) CBO資料より当社試算

## 5. インフレはエネルギーや食料品価格の上昇も競争環境や需要の弱さを映じて低位安定

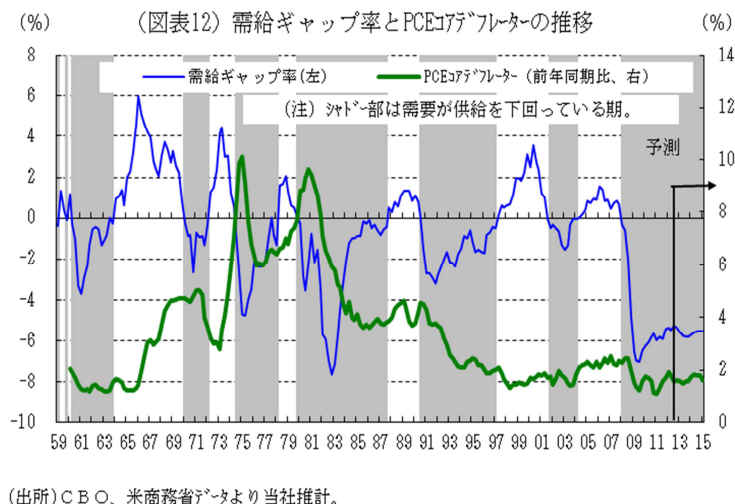
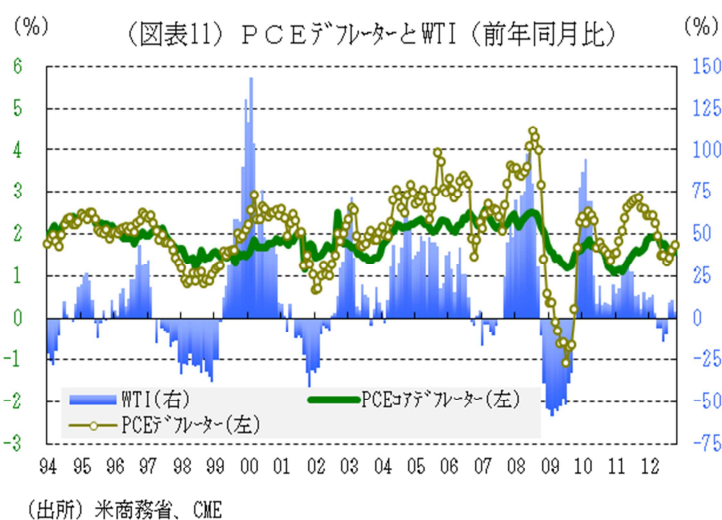
インフレ期待は安定を続け、コアインフレは緩やかな上昇にとどまる

インフレに関しては、個人消費支出 (PCE) デフレーターの上昇率は前年比では、エネルギー価格の下落や食料品価格の上昇率低下によって、前年同月比+1.7%と鈍化傾向にある。また、FRBが重視しているPCEコアデフレーターは前年同月比+1.6%と低い伸びにとどまっており、インフレ期待も安定している。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

足下で穀物価格が急騰し、ガソリン価格も再上昇していることから、PCEデフレーターの下には歯止めがかかろう。しかし、WTIが一時1バレル=147ドル台に急騰した08年には、PCEデフレーターが前年同月比+4.5%まで上昇したものの、PCEコアデフレーターは同+2.6%にとどまったように、94年以降エネルギー価格上昇のコアインフレへの波及は限定的となっている（図表11）。また、現状は米国内の需給ギャップが拡大しており（図表12）、外部要因によるエネルギーや食料品価格の上昇は需要を抑制することから、コアインフレ率が急速に上昇する可能性は小さい。さらに、コアインフレに大きな影響をおよぼすULC（1単位当たりの労働コスト）は、生産性の向上により、低位で安定している。今後も生産性の向上、賃金の抑制等によって緩やかな上昇にとどまると見込まれる。

今後、各国の金融緩和の強化によって、エネルギー価格が上昇する可能性はあるものの、インフレの持続的な上昇リスクは限られよう。



## 6. FRBは国債購入を再開し量的緩和を強化する見込み

### 無期限のQE3を実施中

FRBは、経済成長をさらに強め、雇用の回復を速めるために、現在MBS（住宅ローン担保証券）を月400億ドルのペースで、労働市場の見通しが著しく改善するまで無期限に購入するQE3を継続している。

また、事実上のゼロ金利政策の維持とともに、低水準の資源活用と中期的には落ち着いたインフレ見通しを含む経済状況が少なくとも15年半ばまでは異例な低水準のFF金利を正当化するとした時間軸政策を行っている。

さらに、失業率が高い水準にとどまっており成長ペースの加速を支援する必要があること、また世界の金融市場でのストレスが引き続き景気見通しの著しいダウンスайдリスクとなっていることを背景に、保有証券の平均残存期間を長期化する政策（オペレーション・ツイスト）を12年末まで継続するほか、住宅市場を支援するために償還期限を迎えたGSE（政府支援企業）債、MBS（住宅ローン担保証券）のMBSへの再投資や、償還を迎えた米財務省証券の再投資を継続し、バランスシートの水準を維持している。

このような政策によって、長期金利を低く抑え、住宅ローン市場を支援し、広範囲な金融環境をより緩和的にすることをFRBは狙っている。

## ***F R Bは13年を通じて量的緩和を強化する見込み***

追加の金融政策に関して、F R Bは今後数カ月で労働市場の見通しが大幅に改善しない場合、物価安定に沿った形で、状況が改善するまでM B Sの購入を継続するほか、追加の資産購入を実施し、必要に応じてその他の政策手段を導入する方針である。F O M C 声明文やバーナンキ F R B 議長の講演で「委員会は今後入手する経済や金融の動向についての情報を注意深く監視するほか、物価安定に沿った形で力強い景気回復や労働市場環境の持続的な改善を促進させるために必要になれば、追加の緩和を実施する」と追加の金融緩和を行う姿勢を明確に示している。

F R Bは、コアインフレの低い伸びが続く中で、経済成長の抑制を背景に雇用情勢の改善ペースが鈍いこと、オペレーションツイストが年内に終了することから、経済成長を支援するため12月11、12日のF O M Cで、国債購入を決定すると予想される。

13年は、緊縮財政などによる低成長が予想されること、コアインフレの安定が見込まれることから、F R BはM B Sや国債の購入を継続すると見込まれる。14年は成長ペースの加速が見込まれることから、F R Bはバランスシートの拡大を停止し、様子見に転じよう。

## **7. 下振れ要因は急激な緊縮財政など、上振れ要因は想定外の経済・景気対策の発動**

### ***最大のリスクは財政の崖の行方***

今後もリスク要因は多数ある。下振れリスクとしては、①民主党と共和党が意見の相違を埋められず財政の崖への対応に失敗、②欧州での過剰な歳出削減による経済成長の下振れ、③新興国経済の減速長期化、④エネルギー・原材料価格の急騰、⑤金融規制の強化などによるバランスシート調整圧力の強まり、⑥早すぎる金融緩和策の終了期待の高まりなどが挙げられる。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ず、今後2、3年にわたり停滞感の強い状況が続く可能性がある。

一方、上振れ要因としては、①追加の財政赤字削減策の合意による自動的な歳出削減の回避、②追加の金融緩和や欧州債務問題の進展等による株高を背景にした消費の加速、③あるいは中小企業向け減税の恒久化や法人税率の引き下げ、商業不動産市場対策の実施など追加の経済・景気対策が行われる場合が挙げられる。さらに、④アジア地域や新興国など世界経済の回復ペースの一段の加速によって、米輸出や生産活動が想定以上となる可能性も挙げられる。

# 米国GDP予測表

(季節調整済み、%、10億ドル)

|           | 2010年<br>(実績) | 2011年<br>(実績) | 2012年<br>(予測) | 2013年<br>(予測) | 2014年<br>(予測) | 2011年  |        | 2012年  |        |        |        | 2013年  |        |        |        | 2014年  |        |        |        | 2015年  |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|           |               |               |               |               |               | 7～9    | 10～12  | 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    | 2.4           | 1.8           | 2.2           | 1.5           | 2.3           | 1.3    | 4.1    | 2.0    | 1.3    | 2.7    | 1.7    | 0.6    | 1.4    | 1.6    | 2.0    | 2.7    | 2.5    | 2.4    | 2.4    | 2.2    |
| 個人消費      | 1.8           | 2.5           | 1.8           | 1.9           | 2.6           | 1.6    | 2.0    | 2.4    | 2.1    | 2.5    | 1.9    | 1.5    | 1.6    | 1.3    | 1.4    | 1.9    | 2.2    | 2.4    | 2.5    | 2.4    |
|           |               |               |               |               |               | 2.5    | 1.9    | 1.8    | 1.9    | 1.8    | 1.6    | 1.7    | 2.0    | 2.2    | 2.5    | 2.6    | 2.6    | 2.5    | 2.4    |        |
| 住宅投資      | ▲3.7          | ▲1.4          | 11.8          | 7.1           | 4.3           | 1.4    | 12.0   | 20.6   | 8.4    | 14.3   | 11.9   | 5.6    | 4.4    | 2.3    | 2.4    | 5.4    | 5.3    | 5.2    | 5.2    | 5.1    |
| 設備投資      | 0.7           | 8.6           | 6.9           | 2.4           | 6.9           | 1.4    | 3.9    | 9.3    | 10.4   | 13.7   | 13.7   | 10.0   | 9.0    | 6.0    | 3.6    | 3.6    | 3.8    | 4.5    | 5.3    | 5.2    |
|           |               |               |               |               |               | 10.1   | 10.2   | 12.5   | 9.7    | 4.5    | 1.7    | 0.7    | 0.8    | 3.1    | 5.2    | 6.1    | 7.0    | 7.1    | 7.3    | 7.1    |
| 在庫投資      | 50.9          | 31.0          | 55.2          | 71.1          | 75.4          | ▲4.3   | 70.5   | 56.9   | 41.4   | 61.3   | 61.3   | 71.2   | 70.1   | 70.1   | 72.9   | 75.8   | 77.5   | 75.6   | 72.7   | 70.8   |
| 政府支出      | 0.6           | ▲3.1          | ▲1.2          | ▲4.4          | ▲1.7          | ▲1.0   | 2.3    | ▲0.4   | ▲0.5   | 0.6    | 0.0    | 0.3    | ▲0.0   | 0.0    | 0.1    | 0.1    | 0.0    | ▲0.1   | ▲0.1   | ▲0.1   |
|           |               |               |               |               |               | ▲2.9   | ▲2.2   | ▲3.0   | ▲0.7   | 3.5    | 1.0    | ▲12.5  | ▲5.2   | ▲4.1   | ▲3.3   | ▲0.3   | ▲0.2   | ▲0.3   | ▲0.5   | ▲0.2   |
| 純輸出       | ▲419.7        | ▲408.0        | ▲406.7        | ▲363.8        | ▲387.1        | ▲3.8   | ▲3.3   | ▲2.2   | ▲2.2   | ▲0.6   | 0.2    | ▲2.4   | ▲3.5   | ▲5.3   | ▲6.3   | ▲3.3   | ▲2.0   | ▲1.1   | ▲0.3   | ▲0.3   |
|           |               |               |               |               |               | ▲397.9 | ▲418.0 | ▲415.5 | ▲407.5 | ▲403.0 | ▲400.6 | ▲366.5 | ▲356.5 | ▲364.1 | ▲368.2 | ▲375.5 | ▲386.3 | ▲392.4 | ▲394.4 | ▲396.1 |
| 輸出        | ▲0.5          | 0.1           | 0.0           | 0.3           | ▲0.2          | 0.1    | ▲0.6   | 0.1    | 0.2    | 0.1    | 0.1    | 1.0    | 0.3    | ▲0.2   | ▲0.1   | ▲0.2   | ▲0.3   | ▲0.2   | ▲0.1   | ▲0.0   |
|           |               |               |               |               |               | 6.1    | 1.4    | 4.4    | 5.2    | 1.1    | 3.3    | 5.6    | 5.5    | 8.6    | 9.8    | 9.5    | 9.3    | 9.9    | 6.7    | 6.6    |
| 輸入        | 11.1          | 6.7           | 3.7           | 5.2           | 9.0           | 6.5    | 4.3    | 4.0    | 4.3    | 3.0    | 3.5    | 3.8    | 3.9    | 5.7    | 7.4    | 8.3    | 9.3    | 9.6    | 8.9    | 8.1    |
|           |               |               |               |               |               | 4.7    | 4.9    | 3.1    | 2.8    | 0.1    | 2.3    | ▲1.5   | 2.8    | 8.6    | 8.9    | 9.3    | 9.7    | 9.4    | 6.0    | 5.8    |
| 実質国内需要    | 2.8           | 1.7           | 2.2           | 1.1           | 2.4           | 2.2    | 3.5    | 3.2    | 3.9    | 2.7    | 2.1    | 0.9    | 0.9    | 3.0    | 4.6    | 7.4    | 9.2    | 9.3    | 8.6    | 7.7    |
|           |               |               |               |               |               | 1.0    | 1.9    | 2.4    | 2.1    | 2.5    | 1.7    | 1.1    | 1.2    | 1.0    | 1.1    | 1.9    | 2.4    | 2.5    | 2.6    | 2.5    |
| 実質最終需要    | 0.9           | 2.0           | 2.1           | 1.3           | 2.2           | 2.3    | 1.8    | 2.4    | 1.7    | 2.1    | 1.7    | 0.3    | 1.4    | 1.6    | 2.0    | 2.6    | 2.5    | 2.5    | 2.5    | 2.3    |
|           |               |               |               |               |               | 2.3    | 1.8    | 2.3    | 2.0    | 2.0    | 2.0    | 1.4    | 1.4    | 1.2    | 1.3    | 1.9    | 2.2    | 2.4    | 2.5    | 2.4    |
| 実質国内最終需要  | 1.4           | 1.8           | 2.0           | 1.0           | 2.4           | 2.1    | 2.3    | 2.2    | 1.4    | 1.9    | 1.5    | ▲0.7   | 1.1    | 1.8    | 2.0    | 2.7    | 2.8    | 2.6    | 2.5    | 2.3    |
|           |               |               |               |               |               | 1.8    | 1.7    | 2.2    | 2.0    | 2.0    | 1.8    | 1.0    | 1.0    | 0.9    | 1.1    | 1.9    | 2.3    | 2.5    | 2.6    | 2.5    |
| 名目 GDP    | 3.8           | 4.0           | 4.1           | 3.7           | 4.4           | 4.3    | 4.2    | 4.2    | 2.8    | 5.5    | 3.4    | 2.7    | 3.5    | 4.4    | 4.6    | 5.0    | 4.8    | 3.3    | 3.4    | 4.4    |
| GDPデフレーター | 1.3           | 2.1           | 1.9           | 1.8           | 1.9           | 4.0    | 4.0    | 4.5    | 3.9    | 4.2    | 4.0    | 3.6    | 3.8    | 3.5    | 3.8    | 4.4    | 4.7    | 4.4    | 4.1    | 4.0    |
|           |               |               |               |               |               | 3.0    | 0.4    | 2.0    | 1.6    | 2.8    | 1.7    | 1.4    | 1.7    | 2.1    | 2.1    | 2.4    | 2.2    | 1.0    | 1.0    | 2.0    |
|           |               |               |               |               |               | 2.4    | 2.0    | 2.0    | 1.7    | 1.7    | 2.0    | 1.9    | 1.9    | 1.7    | 1.8    | 2.1    | 2.2    | 1.9    | 1.6    | 1.6    |

(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。

(出所) 当社予測

予測

以上