

U.S.Trends

米国 2013年、2014年、2015年経済予測

～緩和的な金融政策に支えられGDP成長率は徐々に加速～

発表日：2013年6月5日(水)

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

- 2013年の米国実質GDP成長率は、自動歳出削減など緊縮財政の強化等を背景に前年比+1.8%（2月予測同+1.5%）にとどまろう。14年は個人消費や住宅投資の拡大持続のほか、緩和的な金融政策の継続等により同+2.4%（2月同+2.4%）に加速すると予想される。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、世界経済の成長加速等により、同+2.6%と安定成長を続ける公算が大きい。
- 13年初に給与税率引き上げ、世帯収入45万ドル以上の所得税率引き上げなどの増税が実施された。さらに、3月2日に11年予算管理法に基づく自動歳出削減プログラムが開始されたことによる大規模な歳出削減を背景に4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率で+1%台に鈍化すると見込まれる。13年後半は、財政政策での不透明感の弱まり、金融緩和強化の継続による個人消費の拡大や住宅市場の回復傾向持続、投資減税終了を控えた設備投資の駆け込み需要、世界経済の持ち直し等により、実質GDP成長率は前期比年率で+2%台半ばに加速すると予想される。
- 14年前半には、設備投資で駆け込みの反動がでるものの、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、実質GDP成長率は前期比年率2%台後半を維持しよう。14年後半には、QE3（量的緩和第3弾）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の抑制等を背景に、実質GDP成長率は小幅鈍化すると見込まれる。15年は金融緩和終了期待の高まりを受けたドル高等によって輸出が鈍化しようが、雇用・所得の増加や事実上のゼロ金利政策の継続による個人消費・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。
- 現在FRB（連邦準備制度理事会）はQE3として毎月400億ドルのMBS（住宅ローン担保証券）と450億ドルの国債の購入を無期限で実施している。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により、QE3は13年末にかけて現在の資産購入ペースが維持されよう。成長ペースの加速を受け、14年初から資産購入ペースが減額され、14年半ばころに資産購入は停止されると見込まれる。
- 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、さらなる緊縮予算、欧州の過剰な歳出削減からの政策転換の遅れ、エネルギーなど資源価格の急騰、世界経済の下振れ等が挙げられる。一方、上振れリスクには11年予算管理法に基づく自動的な歳出削減の停止、株など資産価格の高騰、世界経済の力強い成長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13年+1.8%にとどまるが、14年+2.4%、15年+2.6%に加速する見込み

緊縮財政の影響を 金融政策が緩和する 公算

2013年の実質GDP成長率は、欧州経済の低迷、新興国経済の成長率低下などによる世界経済の減速のほか、緊縮財政の強化等を背景に、前年比+1.8%（2月予測同+1.5%）にとどまると見込まれる（図表1）。ただし、13年は1-3月期に株高によって個人消費が上振れたことを受け、上方修正した。14、15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もの

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。

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同+2.4%、同+2.6%成長が見込まれる。

なお、現時点の米国経済見通しのコンセンサスは、13年前年比+2.0%（2月同+1.8%）、14年同+2.7%（2月同+2.7%）、15年同+3.0%とされている。

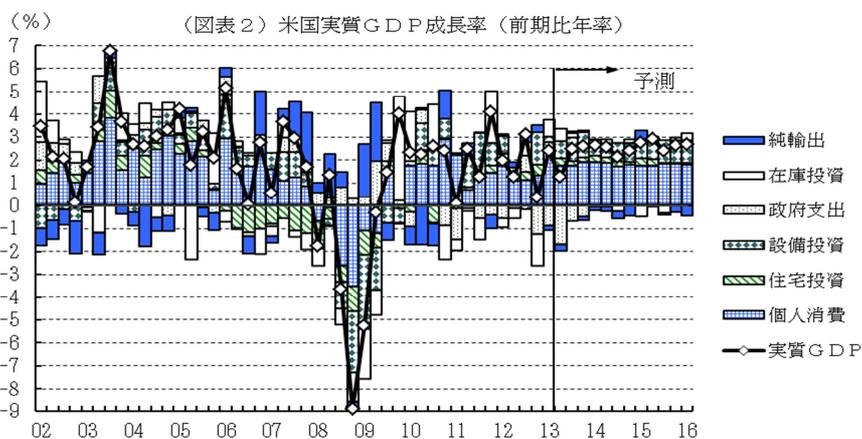
米国では、緊縮財政、不動産バブル崩壊の後遺症、金融規制の強化などもあり、過去のバブル期のような高成長は当面期待できないうえ、ねじれ議会による政策の手詰まりが経済成長の勢いを抑える要因になると見込まれる。一方で、緩和的な金融政策の継続、中間所得層などへの減税の継続、新興国の成長などに支えられて景気後退のリスクも小さい。米国経済は16年前半にかけて均して前期比年率+2%台半ば～同+3%程度の緩やかな成長軌道を辿る公算が大きい（図表2）。

（図表1）米国経済見通し（前年比、%）

暦年	名目GDP	実質GDP									
		内需	個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需	輸出	輸入	政府支出	
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	4.0	2.2 (2.2)	1.9	8.0	12.1	(0.1)	(0.1)	3.4	2.4	▲1.7	
▼ 2013	3.7	1.8 (1.8)	2.4	5.9	11.6	(0.1)	(0.0)	2.8	2.2	▲4.7	
2014	4.5	2.4 (2.6)	2.6	7.3	7.5	(0.1)	(▲0.2)	8.6	8.2	▲1.9	
予測 2015	4.0	2.6 (2.6)	2.5	7.1	6.5	(▲0.1)	(▲0.1)	7.8	6.8	▲0.2	

（出所）米商務省、予測は当社

（注）図中カッコ内は寄与度。



（出所）米商務省、予測は当社。

2. 13年1－3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%に小幅加速

個人消費が加速したほか、在庫投資がプラス寄与

13年1－3月期の実質GDP成長率（改定値）は、緊縮財政が強化される中、FRBによる積極的な金融緩和や、欧州債務危機が最悪期を脱却したこと等を背景とした株高などによって、前期比年率+2.4%と10－12月期の同+0.4%から加速した（図表3）。09年にリセッションを脱却して以降のGDP成長率は四半期ごとに減速、加速を繰り返しているが、均すと緩やかな成長基調に変化はみられない。足下では緊縮財政が足を引っ張っているため、経済成長は力強さに欠けている。

需要項目別にみると、設備投資は10－12月期に減税終了を控えた駆け込み等を背景に前期比年

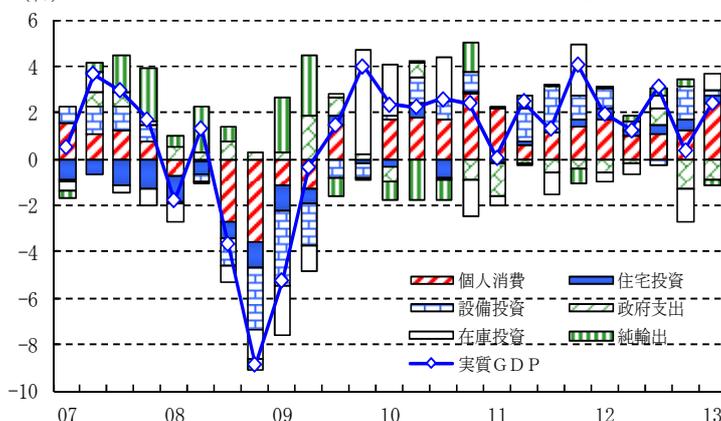
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

率+13.2%と急増した反動によって、1-3月期に前期比年率+2.2%と大幅に減速した。内訳では、設備投資の約71%を占める機械・ソフトウェア投資が同+4.6%に鈍化したほか、設備投資の約28%程度を占める建設投資が10-12月期に減税終了前の駆け込みやハリケーン「サンディ」襲来による復興需要で同+16.7%と急増した反動により、同▲3.5%とマイナスに転じた。

また、政府支出は、10-12月期に自動歳出削減を警戒した国防支出の大幅な減少によって前期比年率▲7.0%とマイナス幅を拡大した反動のほか、自動歳出削減プログラム開始が2ヶ月先送りされたことによって、1-3月期に前期比年率▲4.9%とマイナス幅を縮小したが、大幅な減少となった。連邦政府支出は非国防支出の減少にもかかわらず、国防支出のマイナス幅縮小によって減少ペースを鈍化した。一方、財政悪化に苦しむ州地方政府の支出が▲2.4%とマイナス幅を小幅拡大した。さらに、純輸出では、内外需要の持ち直しを受け輸出入ともにプラスに転じたが、国内最終需要が前期比年率+1.9%（前期同+1.5%）と加速したことで（図表4）、輸入が増加に転じたため、純輸出のGDP寄与度は前期比年率▲0.21%と10-12月期の同+0.33%からマイナスに転じた。

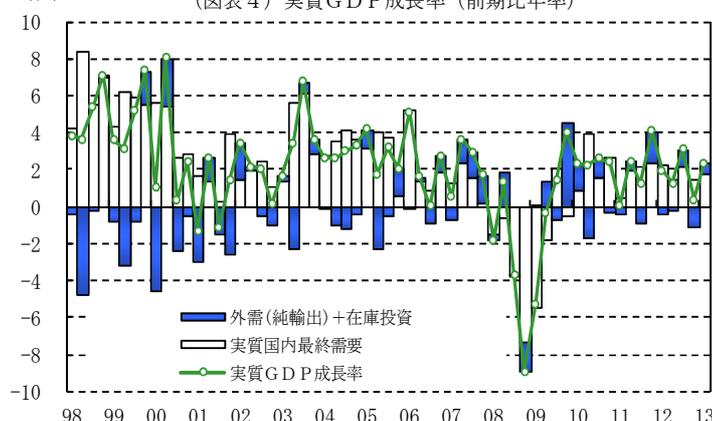
一方、個人消費は年初より給与税率の2%引き上げのほか、ガソリン価格の高騰などのマイナス要因があったにもかかわらず、株価の大幅な上昇、低金利、雇用・所得の拡大によって、前期比年率+3.4%と加速した。耐久財消費が鈍化したものの、サービス消費、非耐久財消費が加速した。また、住宅部門では低金利を背景とした住宅販売の回復傾向、低い在庫率によって、住宅建設需要の強い状態が維持されている。このような中で、住宅投資は10-12月期に前期比年率+17.5%と高い伸びとなったほか、2、3月に一部地域で天候が悪化したこと等によって、前期比年率+12.1%と鈍化した。さらに、在庫投資は農作物などでの在庫復元の動きによって、1-3月期のGDPを前期比年率+0.53%押し上げた（10-12月期のGDPを同▲1.52%押し下げ）。

(図表3) 実質GDPの項目別寄与度 (前期比年率)



(出所)米商務省

(図表4) 実質GDP成長率 (前期比年率)



(出所)米商務省

3. 給与税の引き上げや自動歳出削減等の緊縮財政が13年のGDPを約1.6pt押し下げ

13年の財政政策は富裕層向け増税、給与税率の引き上げ、歳出削減により成長を抑制

財政政策については、財政の崖を回避するための「2012年米納税者救済法 (The American Taxpayer Relief Act of 2012)」が年明け1月2日に成立し、危機は回避された (図表5)。また、オバマ大統領や議会指導部などが「財政の崖」回避への期待を維持させる発言を続けたことで、金融市場では過度に悲観的な見方が強まらず株価などの大幅な調整を回避することができた。

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。

財政の崖を回避できたものの、13年1月から給与税率の引き上げのほか、年収が45万ドル以上の世帯への増税が実施されている。さらに、予算管理法に基づく自動歳出削減プログラム（*1）は3月2日から自動歳出削減が開始されており、4-6月期の成長率を抑制すると見込まれる。また、債務上限問題を共和党は歳出抑制に利用するとみられ、結果的に成長率の抑制に繋がると予想される。

自動歳出削減の停止、債務上限の引き上げには、長期の財政赤字削減計画を策定する必要がある。現時点では、民主党と共和党が長期の財政赤字削減で合意できずに、歳出削減や税制改革を含む本格的な財政赤字問題への対応は先送りされている。共和党は「2012年米納税者救済法」で増税を受け入れたことから、税率の引き上げではなくメディケアなどの歳出削減によって財政赤字を削減するべきと主張している。また、議会予算局によると「2012年米納税者救済法」の実施によって、このような対応が行われなかった場合と比較して10年間で4兆ドル財政赤字が拡大する。このため、共和党保守派はより歳出削減を求める姿勢を強めている。一方、民主党は富裕層への増税によって歳入を増やす政策をさらに行うべきと主張している。

このような主張の乖離を考慮すると、ねじれ議会のもとで早期に財源で合意し税制改革や財政改革プログラムを含む長期の財政赤字削減計画を策定することは困難とみられ、自動歳出削減プログラムは継続される可能性が高い。一方、債務上限に関しては予想を上回る歳入増加のほか、歳出の先送りなどの対応措置によって、9月から10月まではデフォルトに陥る可能性がない。また、債務上限を引き上げないことに対する国民からの支持が全くないため、10月までに債務上限は引き上げられる公算が大きい。

以上の結果として、財政赤字削減額は13年に約3,600億ドルと試算される(図表7)。これらによる実質GDP成長率への影響を試算すると、同法での財政赤字削減は13年に約3,600億ドルとなり、13年のGDP成長率は約1.6%pt押し下げられる。内訳をみると、個人消費は給与減税の終了などによって、米国民の77%が影響を受けることから、GDPを約1.0pt押し下げる。また、政府支出は自動歳出削減等により約1.0%押し下げると試算される。一方、輸入の減少による貿易赤字の縮小で、GDPは約0.4pt押し上げられる。

(*1) 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(13年3-9月850億ドル)。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)。

(図表5) 「2012年米納税者救済法 (The American Taxpayer Relief Act of 2012)」

1) 増税では

- ① 年収が40万ドル以上の個人、45万ドル以上の世帯の所得税率は35.0%から39.6%に引き上げ
- ② 年収が40万ドル以上の個人、45万ドル以上の世帯のキャピタルゲイン税率は20%に引き上げ(12年は15%)
- ③ 525万ドル以上の個人資産への遺産税を40%に引き上げ(12年は512.5万ドル、35%)
- ④ 給与税率の6.2%への引き上げ(12年は4.2%)
- ⑤ 税控除に所得制限を設ける。年収25万ドル以上の個人、30万ドル以上の世帯は税控除を段階的に廃止・縮小する(人的控除の廃止、項目別控除の縮小)

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。

⑥オバマケアによる富裕層増税の導入。オバマケアと呼ばれる医療保険制度改革に伴う富裕層への増税では、医療費負担適正化法（ACA）によって、給与所得が25万ドル以上の世帯、20万ドル以上の個人に対するメディケア・医療保険税率を0.9%引き上げ、3.8%とする（12年2.9%）。また、課税対象はキャピタルゲイン、配当、利息など高額の投資関連所得に対して新たに3.8%の税金を課税する。

2) 減税では

- ⑦年収45万ドル以下の世帯の所得税率は変更せず恒久化
- ⑧物価上昇による代替ミニマム税（AMT、*2）の回避措置の恒久化
- ⑨企業の投資減税を1年延長
- ⑩今後5年間、低所得家庭に対して大学の授業料などを税控除する
- ⑪エネルギー減税

3) 歳出では

- ⑫長期失業者向け失業保険給付を1年延長
- ⑬2011年の予算管理法による自動歳出削減プログラムの開始を2ヶ月間先送り
- ⑭メディケア診療報酬削減の凍結措置の1年間延長
- ⑮農業法の9ヶ月間延長により、現在の補助金を維持

(出所)米議会資料より作成

(*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。

(図表6) 2012年米納税者救済法 (The American Taxpayer Relief Act of 2012) による2013年の財政赤字削減額 (10億ドル)

財政の崖の規模 (全て)	延長項目	財政赤字削減額	図表5との対応	
歳入関連	524	327	197	
ブッシュ減税 (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	240	60	①②③⑦⑧
給与税減税の終了	113		113	④
投資減税、他の負担軽減措置の終了	87	87		⑨
医療制度改革に伴う富裕層増税	24		24	⑥
歳出関連	169	76	92	
予算管理法に基づく自動歳出削減	110	18	92	⑬
緊急失業保険の延長措置の終了	45	45		⑫
メディケア診療報酬削減の凍結措置解除	13	13		⑭
その他 (分類が困難なもの)	107	36	71	⑤⑩⑪⑮
合計	799	439	360	

(出所) CBO資料より当社試算

4-6月期には、政府支出の大幅な減少により、GDP成長率は鈍化する公算

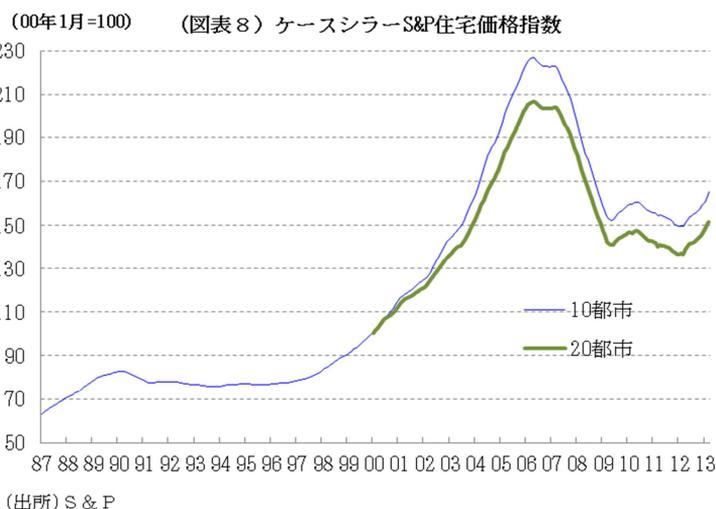
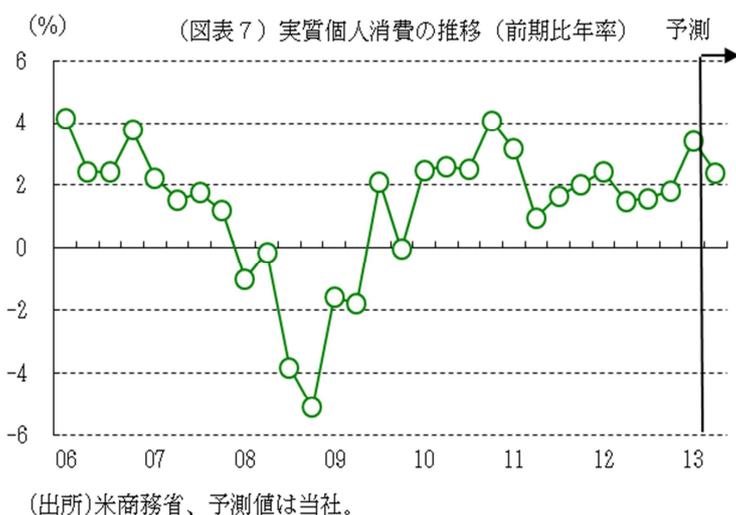
前述のとおり、11年予算管理法に基づく自動歳出削減プログラムの影響は4-6月期に最も大きくなるとみられ、政府支出の大幅な減少が予想される。このような中、企業部門では、景況感を示すISM景気指数が製造業、非製造業ともに3、4月に低下し、製造業部門は5月に49と拡大縮小の分岐点を下回った。また、ハードデータである鉱工業生産、製造業生産のモメンタムは3、4月に低下した。さらに、設備投資関連では、建設投資が1-3月期に大幅

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。

な落ち込みを見せた反動もあり増加に転じると予想されるものの、機械・ソフトウェア投資と一致した動きをする非国防資本財出荷（除く航空機）が4月に1-3月期比年率▲2.5%とマイナスに転じている。昨年末の駆け込みの反動や政策の不透明感による先送り等を背景として、機械ソフトウェア投資は減速すると見込まれることから、設備投資は低い伸びにとどまろう。また、在庫復元の動きも継続するとみられるが、企業は過剰な在庫を抱えることには慎重な姿勢を維持しており、在庫投資のGDP押し上げ寄与は限定的となろう。

一方、個人消費は、給与税率の引き上げに伴う可処分所得の伸び抑制やガソリン価格の上昇にもかかわらず、金融緩和等による株価上昇等を背景に、前期比年率+2%台の増加ペースが予測される（図表7）。また、住宅部門では、住宅販売が雇用・所得の拡大、低い金利水準等によって、回復傾向を辿るとみられる。このため、在庫率も低い水準にとどまるほか、天候の回復等により、住宅投資は高い伸びを維持するだろう。なお、住宅価格は底打ちしているが、大幅に落ち込んだ水準から小幅回復した程度であり、依然として水準は低いため、この面からの資産効果は限定的（図表8）。

以上のように、自動歳出削減の影響により4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1%台に鈍化すると見込まれる。



4. 13年後半以降は財政政策での不透明感の緩和や住宅市場の回復により成長ペースは小幅加速

13年後半のGDP成長率は不透明感の払拭、金融緩和の効果等により小幅加速

13年後半には、自動歳出削減プログラムによる成長率の下押し圧力が徐々に弱まり、政府支出のマイナス幅も前期比で縮小すると見込まれる。

個人消費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のほか、緩和的な金融政策の継続による低い金利、借り入れ条件の改善が続くと見込まれる。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の低下が予想される（図表9）。さらに、株価は収益面から依然割高感が乏しいうえ、世界景気の持ち直しなどによる企業業績の拡大、緩和的な金融政策の継続等により、大幅な調整は見込みにくく、基本的には上昇基調を維持すると見込まれる。以上を勘案すると、個人消費は前期比年率+2~3%の拡大基調を維持すると予想される。

住宅部門では、低金利、所得環境の改善等により住宅販売や住宅価格の回復傾向が続くと予

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。

想される。このことは、住宅関連消費や消費者マインドの改善に繋がり、消費の下支え要因となろう。また、低い住宅在庫率等を背景に、住宅投資は堅調さを維持すると見込まれる（図表10）。設備投資は13年末の投資減税終了前の駆け込み需要によって拡大ペースを速める公算が大きい。

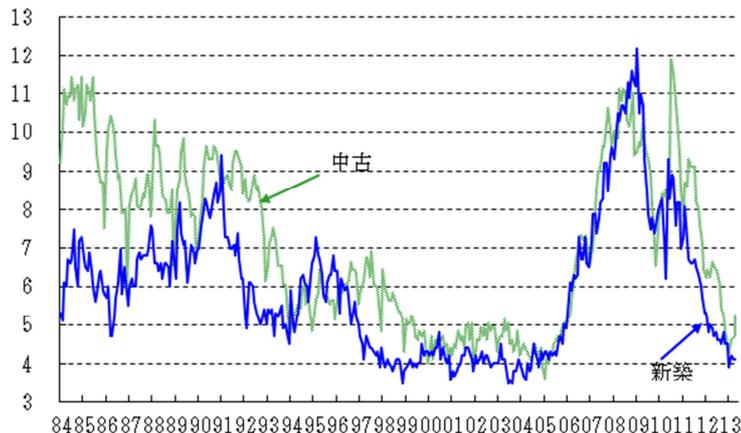
さらに、各国の金融緩和や財政支出の拡大などを背景に新興国を中心に世界経済の拡大ペースを速めるとみられ、13年後半に実質GDP成長率は加速すると見込まれる。

(%) (図表9) 家計の債務返済負担比率



(出所) F R B データより作成

(ヶ月) (図表10) 住宅在庫率



(出所) 米商務省、全米不動産業者協会

14年にはQE3の終了、中間選挙などがあるものの成長持続

14年前半には、設備投資で駆け込みの反動がでるものの、雇用環境の改善による個人消費や住宅投資の拡大傾向持続のほか、世界経済の加速で成長ペースは維持されよう。14年後半には、QE3の終了、14年11月の米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、雇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年前半に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成長が見込まれる。年後半には、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安定成長基調は変わらないであろう。

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

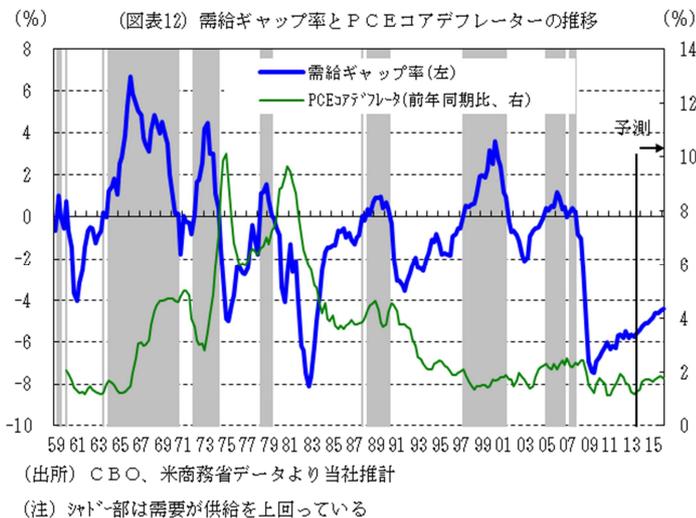
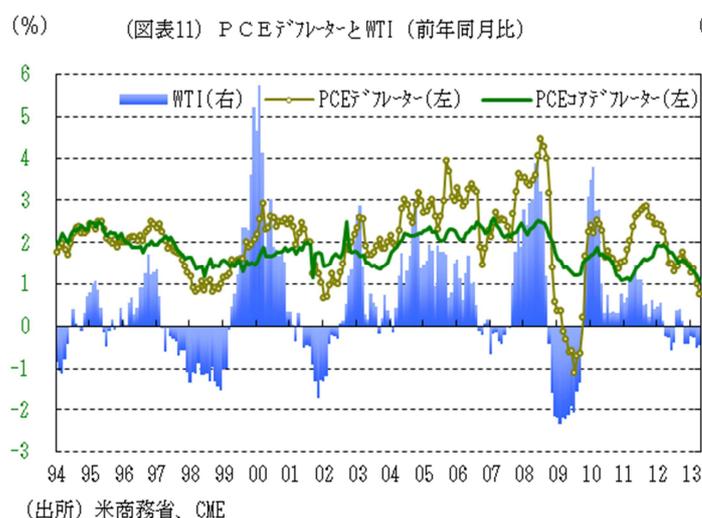
インフレ期待は安定を続け、コアインフレは緩やかな上昇にとどまる

F R Bが積極的な金融緩和を継続する大前提とな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、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+0.9%と鈍化傾向にある。また、F R Bが重視しているPCEコアデフレーターは前年同月比+1.1%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。

足下でガソリン価格が上昇していることから、PCEデフレーターは今後下げ止まり、上昇しよう。しかし、WT I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、米国内の需給ギャップが大幅に拡大した状態が続くほか（図表12）、競争激化により価格転嫁率は低下した状況が続くとみられ、物価上昇率は低い伸びが見込まれる。

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。

先行きエネルギー・食料価格が上昇する可能性はあるものの、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や、高い失業率のもとで賃金の抑制等が続くことによってULCは緩やかな上昇にとどまると見込まれる。



6. FRBはQE3を14年半ばに終了させる見込み

FRBは13年を通じて量的緩和を強化する見込み、ゼロ金利政策は変更なし

FRBは、現在経済成長を加速させ、雇用の回復ペースを速めるために期限を設定せず毎月400億ドルのMBS（住宅ローン担保証券）と450億ドルの国債を合計850億ドル購入するQE3を実施し、バランスシートを拡大させている。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。

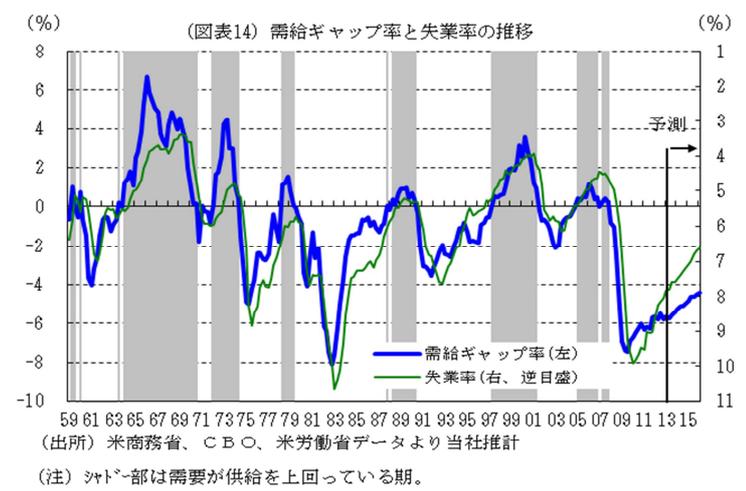
同時に、資産購入プログラムが終了した後も、相当な期間非常に緩和的な金融政策が適切になるとの見方を維持したうえで、FF金利の異例な低水準のレンジは、①失業率が6.5%を上回っていること、②向こう1-2年のインフレ率予測が中長期の目標値2.0%を0.5%以上上回っていないこと、③中長期におけるインフレ期待がしっかりと抑制されていること、が維持されている限り適切になると、FRBが現在想定しているという見解を示すことで、市場での金融緩和継続期待を強めようとしている。

前述のように13年4-6月期に実質GDP成長率が減速すること、コアインフレの安定が見込まれることから、FRBはMBSや国債の購入ペースを13年中は維持すると予想される。

13年後半以降に経済成長ペースが加速し、雇用環境の改善が続くと予想されることから、FRBは14年前半にかけて資産購入ペースを減額し、年半ばごろには購入を停止する公算が大きい（図表13）。

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続くことで、失業率が緩やかな改善にとどまると予想され、16年1-3月期までの今予測期間中の政策金利の変更は見込まれない（図表14）。

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。



7. 下振れ要因は早期の金融引き締め、緊縮財政の強化など、上振れ要因は著しい株高

最大のリスクは早期の金融緩和策の終了

今後もリスク要因は多数ある。下振れリスクとしては、①早すぎる金融緩和策の終了観測の高まり、②予算策定のなかで一段の緊縮財政の強化、③欧州経済の成長率の下振れ、④エネルギー・原材料価格の急騰、⑤インフレ圧力の高まりによる新興国経済の成長下振れ、⑥新型コロナウイルス、N5H7型インフルエンザの世界的な広がりによる経済活動の抑制、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、その後2、3年にわたり米国経済は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財政赤字削減策の合意による自動歳出削減の停止、②追加の金融緩和や欧州債務問題への懸念後退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ことなどが挙げられる。

米国GDP予測表

	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2015年 (予測)	(季節調整済み、%、10億ドル)																				
					2012年				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	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
実質GDP	2.2	1.8	2.4	2.6	2.0	1.3	3.1	0.4	2.4	1.3	2.5	2.6	2.6	2.6	2.1	2.4	2.8	2.9	2.4	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
個人消費	1.9	2.4	2.6	2.5	2.4	1.5	1.6	1.8	3.4	2.4	2.5	2.7	2.6	2.6	2.4	2.5	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
住宅投資	12.1	11.6	7.5	6.5	20.6	8.4	13.6	17.5	12.0	10.7	6.2	6.1	10.1	6.9	6.8	4.8	9.4	9.2	1.9	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9	1.9
設備投資	8.0	5.6	7.2	7.1	9.3	10.4	13.6	14.9	12.8	13.4	11.5	8.7	8.3	7.3	7.4	7.1	6.9	7.5	6.3	5.5	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
在庫投資	43.0	62.5	71.8	51.9	56.9	41.4	60.3	13.3	38.3	64.8	72.0	74.8	76.2	74.3	65.4	71.3	55.4	57.3	45.4	49.3	61.2	61.2	61.2	61.2	61.2
政府支出	▲1.7	▲4.7	▲1.9	▲0.2	▲0.1	▲0.5	0.6	▲1.4	0.7	0.8	0.2	0.1	0.0	▲0.1	▲0.3	0.2	▲0.4	0.1	▲0.3	0.1	0.3	0.1	0.3	0.1	0.3
純輸出	▲400.7	▲398.9	▲424.3	▲432.2	▲415.5	▲407.5	▲385.2	▲384.7	▲391.5	▲401.1	▲399.2	▲403.8	▲409.6	▲416.7	▲427.8	▲443.0	▲428.4	▲429.4	▲432.3	▲442.9	▲459.2	▲459.2	▲459.2	▲459.2	▲459.2
輸出	0.1	0.0	▲0.2	▲0.1	0.1	0.2	0.4	0.3	▲0.2	▲0.3	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.4	0.4	▲0.0	▲0.1	▲0.3	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4
輸入	3.4	2.8	8.6	7.8	4.4	5.2	1.9	▲2.8	0.8	4.0	9.8	10.5	8.5	8.3	8.1	8.0	8.2	8.0	6.5	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
実質国内需要	2.1	1.8	2.5	2.6	1.8	1.0	2.7	0.1	2.5	1.5	2.4	2.7	2.7	2.7	2.4	2.8	2.3	2.9	2.4	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
実質最終需要	2.1	1.7	2.4	2.7	2.4	1.7	2.5	1.8	1.6	0.5	2.3	2.5	2.6	2.6	2.4	2.3	3.2	2.9	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
実質国内最終需要	2.0	1.6	2.5	2.7	2.2	1.4	2.1	1.4	1.8	0.8	2.2	2.6	2.7	2.8	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
名目GDP	4.0	3.7	4.5	4.4	4.2	2.8	5.9	1.4	3.6	4.3	4.4	4.6	5.0	4.8	3.3	3.4	4.4	5.1	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
GDPデフレーター	1.8	1.6	2.0	1.8	2.0	1.6	2.7	1.0	1.7	1.7	2.1	2.1	2.4	2.2	1.0	1.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
SP500 (平均)	1,379.4	1,601.5	1,692.2	1,814.0	1,348.8	1,349.7	1,400.9	1,418.1	1,514.0	1,615.4	1,629.4	1,647.3	1,686.0	1,712.9	1,685.5	1,684.5	1,771.6	1,805.5	1,822.4	1,856.7	1,931.6	1,931.6	1,931.6	1,931.6	1,931.6
WTI (%、平均)	94.2	95.0	106.5	114.8	103.0	93.5	92.2	88.2	94.4	92.1	94.8	98.9	103.2	104.7	107.9	110.1	112.2	115.0	115.3	116.8	117.9	117.9	117.9	117.9	117.9

(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

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。