

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、緩やかな経済成長持続～

発表日：2013年9月5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

- 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+1.6%（5月予測同+1.8%）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%（5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%（5月同+2.6%）と安定成長を続ける公算が大きい。
- 13年初め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13年前半の実質GDP成長率は、前期比年率+1.8%にとどまった。
- 13年後半は、金利上昇により住宅市場の回復ペースが鈍化するものの、緊縮財政による下押し圧力の弱まり、緩和的な金融環境の継続による個人消費の拡大や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%強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が、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年は金融引き締め観測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、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。成長ペースの加速を受け、年内にQE3の減額が開始され、14年半ばごろに資産購入は停止されると見込まれる。ただし、事実上のゼロ金利政策は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等を背景に16年初まで継続される公算が大きい。
- 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、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ことが挙げられる。

1. 実質GDP成長率は13年+1.6%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+1.6%（5月予測同+1.8%）にとどまると見込まれる（図表1）。NIPA統計の基準改定、年次改定等に伴うゲタの修正を受け、13年の見通しを下方修正した。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

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。

の拡大により同+2.4%（5月予測同+2.4%）、同+2.6%（5月予測同+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+1.6%（5月同+2.0%）、14年同+2.7%（5月同+2.7%）、15年同+3.0%（5月同+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）。

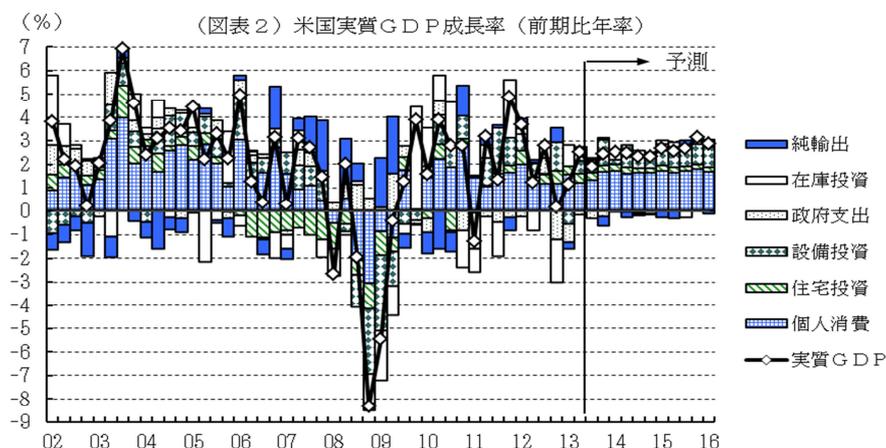
（図表1）米国経済見通し（前年比、%）

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		
2005	6.7	3.4	(3.7)	3.5	7.0	6.6	(▲0.1)	(▲0.3)	6.0	6.1	0.6	
2006	5.8	2.7	(2.7)	3.0	7.1	▲7.6	(0.1)	(▲0.1)	8.9	6.1	1.5	
2007	4.5	1.8	(1.2)	2.2	5.9	▲18.8	(▲0.2)	(0.6)	8.9	2.3	1.6	
2008	1.7	▲0.3	(▲1.3)	▲0.4	▲0.7	▲24.0	(▲0.5)	(1.1)	5.7	▲2.6	2.8	
2009	▲2.1	▲2.8	(▲3.8)	▲1.6	▲15.6	▲21.2	(▲0.8)	(1.0)	▲9.1	▲13.7	3.1	
2010	3.7	2.5	(3.0)	2.0	2.5	▲2.5	(1.4)	(▲0.5)	11.5	12.8	0.1	
2011	3.8	1.8	(1.7)	2.5	7.6	0.5	(▲0.2)	(0.1)	7.1	4.9	▲3.2	
2012	4.6	2.8	(2.6)	2.2	7.3	12.9	(0.2)	(0.2)	3.5	2.2	▲1.0	
↓												
予測	2013	3.0	1.6	(1.6)	1.9	2.8	13.1	(0.0)	(▲0.0)	3.2	2.4	▲2.4
	2014	3.7	2.4	(2.5)	2.3	5.2	8.3	(0.1)	(▲0.1)	8.0	7.1	▲0.8
	2015	4.0	2.6	(2.7)	2.4	6.2	6.7	(0.0)	(▲0.1)	8.1	7.5	▲0.3

（出所）米商務省、予測は当社

（注）図中カッコ内は寄与度。

（図表2）米国実質GDP成長率（前期比年率）



（出所）米商務省、予測は当社。

2. 13年前半の実質GDP成長率は、前期比年率+1.8%と低成長持続

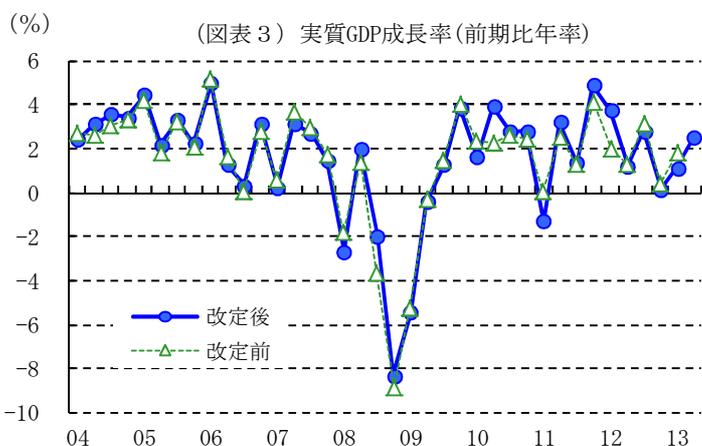
基準価格年の変更などが実施されたが、成長率への影響は限定的

GDPを含むNIPA統計は、7月に過去に遡って改定が行われた。年次改定に加え、09年以來となる基準改定が行われ、基準価格年が05年から09年に変更されたほか、研究・開発や映像支出等を設備投資に計上する措置が採られるなど、GDPの算出方法が変更された。ただし、研究・開発支出の設備投資への計上では、過去に遡って全体の水準が押し上げられたことから、このことによる成長率への影響は限定的となった。

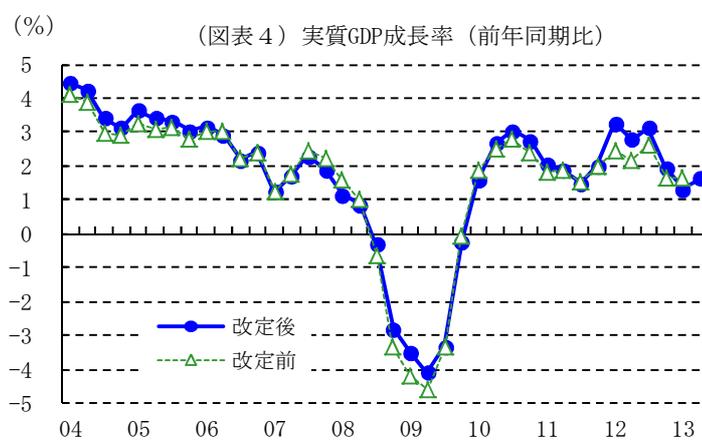
直近3年間の実質GDP成長率の修正をみると、年間では09年が前年比▲2.8%（改定前前

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。

年比▲3.1%)、10年が前年比+2.5% (同+2.4%) と上方改定された。11年は前年比+1.8% (同+1.8%) と変わらず。一方、12年は前年比+2.8% (同+2.2%) と上方修正された。12年は、設備投資が下方修正されたものの、個人消費、住宅投資、政府支出、純輸出がそれぞれ上方改定されたことで、GDP成長率の改定幅が大きくなった。12年以外の実質GDP成長率への影響は限定的だった(図表3、4)。



(出所)米商務省



(出所)米商務省

13 年前半は増税などの緊縮財政により成長抑制

「2012年米納税者救済法(The American Taxpayer Relief Act of 2012)」が13年1月2日に成立し、「財政の崖」による急激な財政の緊縮は回避された。また、同法案成立まで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。

しかし、大規模な緊縮財政といった「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た。さらに、3月2日に予算管理法に基づく自動歳出削減プログラム(*1)が始まった。

この影響により13年前半の実質GDP成長率は前期比年率+1.8%成長にとどまった。四半期では、13年4-6月期の実質GDP成長率(改定値)が前期比年率+2.5%と1-3月期の同+1.1%から加速した。個人消費が減速したほか、在庫投資のGDP寄与がプラス幅を縮小した。一方、住宅投資が加速したうえ、設備投資が増加に転じた。さらに、政府支出がマイナス幅を大幅に縮小したほか、純輸出のGDP寄与が横ばいに改善した。

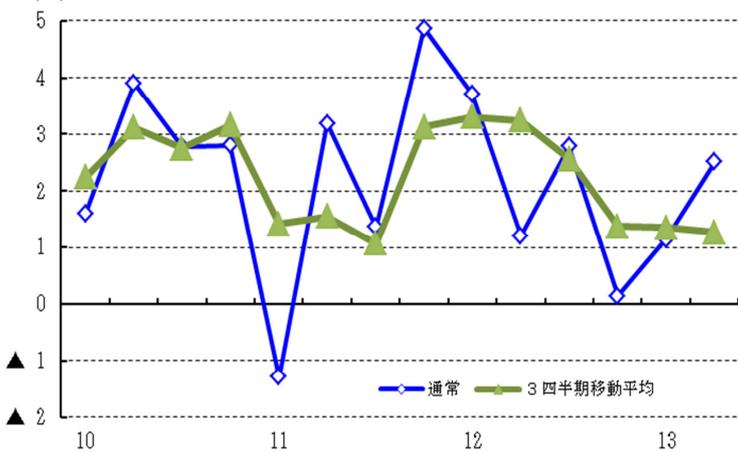
実質GDP成長率は、2四半期連続で小幅加速したが、前期比では四半期ごとに減速、加速を繰り返す傾向があるため、均して基調を判断する必要がある。3四半期移動平均では、12年10-12月期以降、前期比年率+1%台にGDP成長率は鈍化しており、力強さに欠ける状態が続いている(図表5)。

また、内需の強さを示す実質国内最終需要は4-6月期に前期比年率+1.9%と加速したものの、均してみると前期比年率+2%を下回り、低い伸びが1年以上続いている(図表6)。

(*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)。

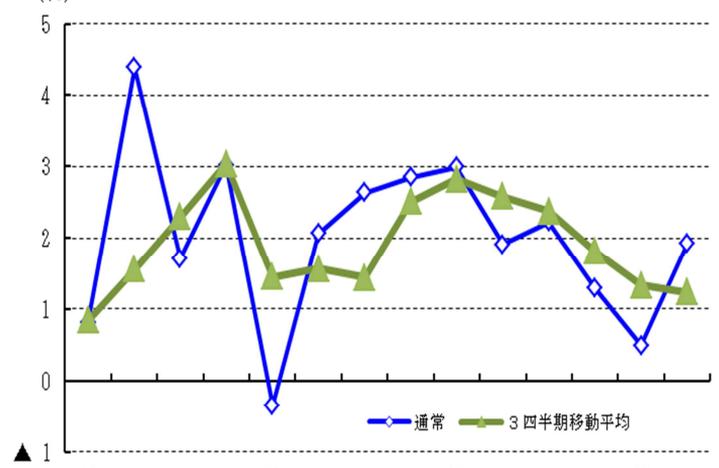
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表5) 実質GDPの推移 (前期比年率)



(出所)米商務省

(図表6) 実質国内最終需要の推移 (前期比年率)



(出所)米商務省

13 年前半の家計部門では、個人消費が弱かった一方、住宅投資が好調

13年前半の需要項目別の詳細をみると、家計部門では調査対象の半数以上の人々が依然景気回復を実感していないと回答したアンケート調査が示すように、賃金の低い伸び、失業率の高止まり、正規雇用希望者のパート就労の増加などにより、消費意欲の高まり難い状況が続いている。このような中で、給与税率の2%引き上げのほか、ガソリン価格の上昇などの影響によって、個人消費は前期比年率+1.8%（1-3月期同+2.3%）と減速した。財別では、家具、遊具など耐久財消費が加速したものの、住宅関連や食品関連サービスなどのサービス消費が減速したほか、非耐久財消費が鈍化した。一方、住宅投資は前期比年率+12.9%（1-3月期同+12.5%）と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、好調が維持された。

設備投資はほぼ横ばいにとどまった

企業部門では、設備投資が前期比年率+4.4%と、減税終了による駆け込みの反動で失速した1-3月期の同▲4.6%から、増加に転じた。内訳では、機械設備投資が同+2.9%（1-3月期の同+1.6%）に加速したほか、建設投資が同+16.1%と1-3月期の同▲25.7%の大幅な落ち込みから増加に転じた。ただし、知的財産は前期比年率▲0.9%（1-3月期の同+3.7%）とマイナスに転じた。

一方、在庫投資は10-12月期にハリケーン「サンディ」の襲来を受けた生産活動の制限によって大幅に減少した後、1-3月期、4-6月期と増加した。ただし、企業は在庫の増加に慎重な姿勢を維持しており、4-6月期の増加ペースは鈍化した。そのため、同期のGDP押し上げ寄与度は前期比年率+0.59%に低下した（1-3月期は同+0.93%のGDP寄与）。

政府支出の減少継続

政府支出は、地方政府で財政の緊縮が弱まったことを主因に前期比年率▲0.9%とマイナス幅を縮小した（1-3月期同▲4.2%）。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。また、州・地方政府支出も同▲0.5%と減少幅が縮小した。なお、自動歳出削減プログラムは、予算の一律削減を回避するため振り分けを可能とする措置を採られた。このため、政府職員の強制的な一時休暇の多くを回避できたことで、政府支出の削減額も一旦緩和された。

純輸出では、国内最終需要が前期比年率+1.9%（1-3月期同+0.5%）と加速したことによって輸入が高い伸びとなった一方、世界経済の成長ペース加速により輸出が増加に転じたため、純輸出のGDP寄与度は前期比年率0.0%と1-3月期の同▲0.28%から横ばいとなった。

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。

3. 13年は給与税の引き上げや自動歳出削減等の緊縮財政によって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

早急に対応が求められている財政問題では、14会計年度予算の策定、債務上限の引き上げがある。また、自動歳出削減プログラムへの対応も求められている。

自動歳出削減プログラムを停止させるためには、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る可能性は限りなくゼロに近い。歳出削減や税制改革を含む本格的な財政赤字対策の策定は困難な状況にある。

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、財政赤字の削減は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行う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追加増税によって財政赤字を削減す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。14年11月の中間選挙においても、上下両院のねじれは解消されない可能性が高まっており、15年以降も自動歳出削減プログラムは継続すると予想される。

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、10月中旬ごろまではデフォルトを回避できる。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。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。

4. GDP成長率は、13年後半も緩やかなまま、14年に財政政策での不透明感緩和もあり小幅加速

13年10-12月期にGDP成長率は小幅加速

13年後半は、前述のように自動歳出削減プログラムが継続するほか、14会計年度予算はねじれ議会となった11年以降と同様に、数ヶ月単位の暫定予算によって対応されると見込まれ、財政は経済成長を抑制する要因になろう。ただし、自動歳出削減プログラムによるGDP成長率の押し下げ圧力は前期比では13年前半よりも弱まるとみられ、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。

企業部門では、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が7月にかけて低下しているものの、景況感を示すISM景気指数が製造業、非製造業ともに7、8月に大幅に上昇していることから、企業活動は今後徐々に活発化していくと予想される。設備投資関連では、建設投資はハリケーンの影響により12年10-12月期以降、変動が大きくなっていたが、この特殊要因の剥落により年後半は小幅のプラス基調になると見込まれる。

また、機械設備投資の一致指標である非国防資本財出荷（除く航空機）は7月に前月比▲1.5%（6月同▲0.8%）と減少幅を拡大した。四半期でも、4～6月期比年率▲5.3%と4～6月期の前期比年率▲0.7%から減少幅を拡大しており、7～9月期の機械設備投資は前期比

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。

で鈍化、あるいは減少すると見込まれる。さらに、機械設備投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）は、同▲3.3%（6月同+1.3%）と減少に転じた。四半期では、4～6月期比年率▲7.0%と4～6月期の前期比年率+8.9%から失速していることから、年後半の機械設備投資の減速を示唆している。企業は引き続き積極的な投資を控えるものの、13年末の投資減税終了前に情報化投資を中心とした駆け込み需要が顕在化することを背景に、設備投資は10～12月期に拡大ペースを速める公算が大きい。一方、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慎重な姿勢を維持するとみられ、在庫投資のGDP寄与は小幅のプラスにとどまろう。

個人消費は前期比年率+2%程度の伸びに

家計部門では、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、クレジットカードの融資基準の緩和等を背景に、7月も前年同月比+2%弱の緩やかな増加ペースを維持した（図表6、7）。今後の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が続くほか、緩和的な金融政策の継続による低い金利や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安定が予想される。さらに、株価は収益改善、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難い。住宅価格もペースダウンするものの上昇基調を維持すると予想される。

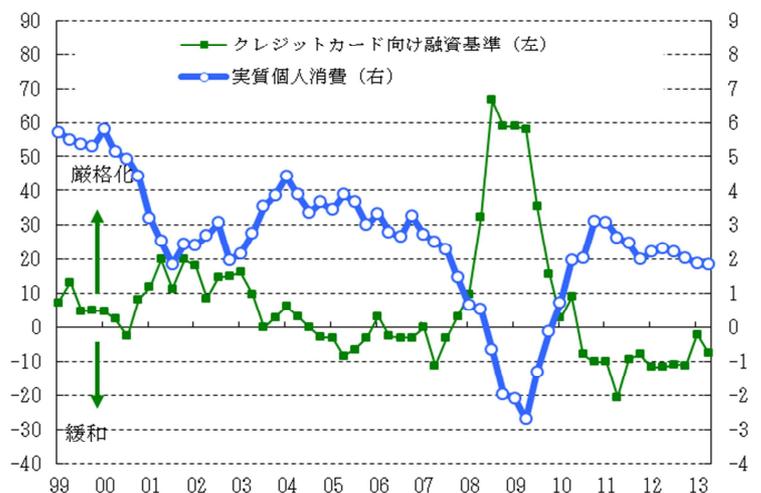
以上を勘案すると、個人消費は前期比年率+2%程度の緩やかな拡大基調を維持すると予想される。

（図表6）実質個人消費と可処分所得の推移（前年同月比）



（出所）米商務省

（図表7）クレジットカード向け融資基準と実質個人消費（前年比）の推移



（出所）米商務省、FRB

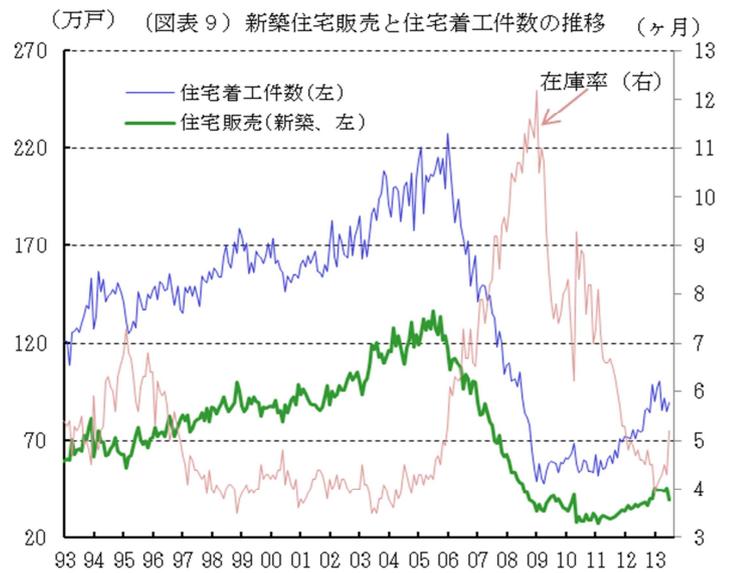
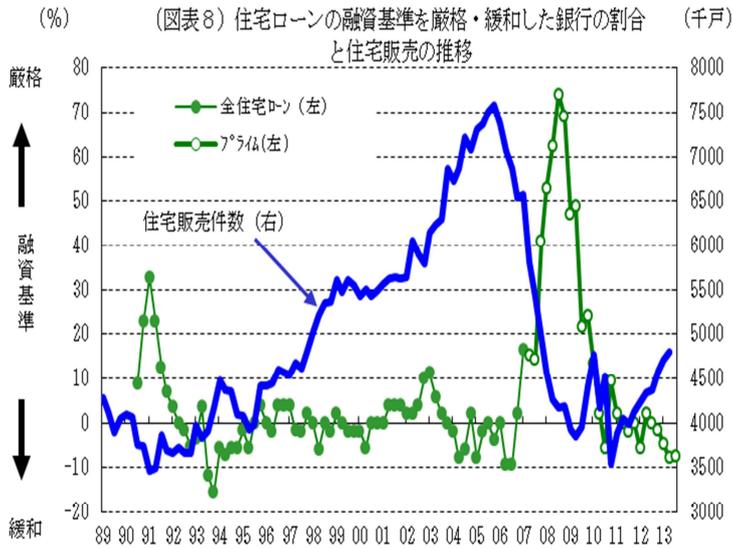
住宅販売の回復ペースは小幅鈍化も住宅投資の好調持続

住宅部門では、住宅販売が雇用・所得の拡大、借り入れ環境の緩やかな改善等によって、回復傾向を辿るものの、モーゲージ金利の上昇によって回復ペースを抑制されよう。ただし、在庫率が低い水準にとどまっていることから、住宅投資は堅調さを維持する公算が大きい（図表8、9）。

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が速まるとみられ、輸出の拡大が見込まれる。

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。

以上を勘案すると、実質GDP成長率は13年10-12月期に前期比年率+2%台半ばに加速するとみられる。13年後半では、前期比年率+2%強に小幅加速すると見込まれる。この結果、年間の実質GDP成長率は13年に前年比+1.6%と12年の同+2.8%から減速すると予想される。



(出所) FRB、米商務省、NAR、FDIC

(出所) 米商務省データより作成

14年は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、設備投資が13年末の駆け込みの反動により減速するものの、雇用環境の改善によって個人消費や住宅投資は拡大傾向を維持するほか、世界経済の成長ペース加速等を背景に、実質GDP成長率は前期比年率+2%台半ばの安定的な成長ペースを維持すると予想される。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、企業の採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経済成長が見込まれる。年後半も、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、米国経済は安定成長基調を維持する公算が大きい。

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

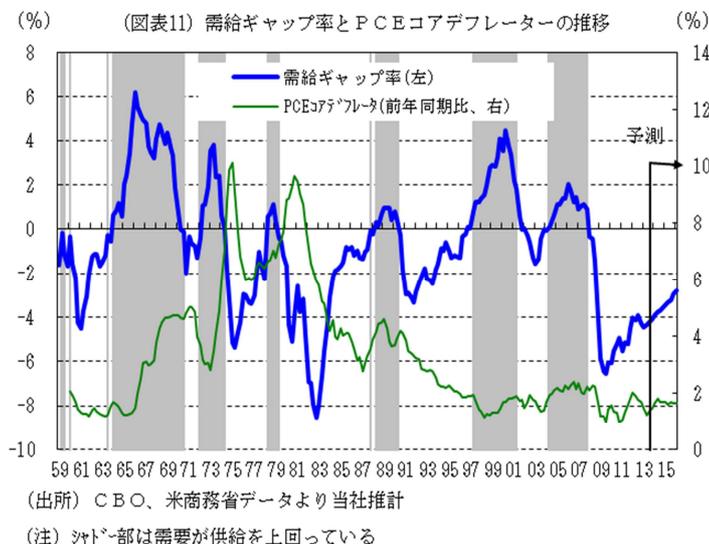
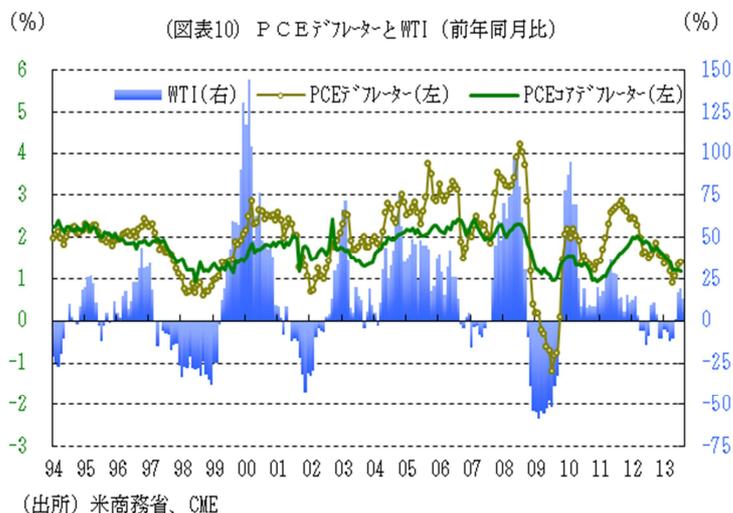
インフレ期待は安定を続け、コアインフレは緩やかな上昇にとどまる

FRB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+1.3%と低い伸びにとどまっている。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+1.2%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。

原油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、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10）。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11）、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予想される。

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。

中東情勢の混乱などによりエネルギー・食料価格が予想を上回って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、高い失業率による賃金上昇率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、コアインフレは低位安定が予想される。



6. FRBはQE3を14年半ばに終了も、ゼロ金利政策は16年にかけて継続する見込み

FRBはQE3を減額するものの資産購入を14年半ばにかけて継続する見込み。一方、ゼロ金利政策は15年を通じて維持する公算

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。

FRBは、年内にQE3の減額を開始する見込み。13年後半以降の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段階的に縮小し、年半ばごろに購入を停止する公算が大きい（図表12）。

QE3の減額に関しては、9月に開始する場合は、経済成長の加速が確認できていないため50～150億ドルの減額を段階的に行うと見込まれる。減額の開始が遅れるほど、減額の規模は大きくなると考えられ、12月に減額を開始する場合には、年後半の経済成長の加速が確認されているとみられることから、150～250億ドルの減額を段階的に行うと予想される。

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。

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世界経済成長率の下振れ、④中東情勢の混乱等によるエネルギー・原材料価格の急騰、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ないと考えられる。

一方、上振れ要因としては、①一段の株高など資産価格の上昇、世界経済の拡大ペースの予想を上回る加速によって、米輸出や生産活動が想定以上となること、③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などが挙げられる。

米国GDP予測表

(季節調整済み、%、10億ドル)

	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2015年 (予測)	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
実質GDP	2.8	1.6	2.4	2.6	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	2.5	1.9	2.4	2.5	2.3	2.3	2.7	2.5	2.7	3.1	2.9	
個人消費	2.2	1.9	2.3	2.4	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8	1.9	2.4	2.5	2.3	2.4	2.4	2.5	2.4	2.5	2.6	2.5
住宅投資	12.9	13.1	8.3	6.7	22.9	5.7	14.2	19.8	12.5	12.9	10.4	8.4	8.3	8.1	5.6	5.5	7.7	7.6	6.0	5.9	5.8
設備投資	7.3	2.8	5.2	6.2	5.8	4.5	0.3	9.8	▲4.6	4.4	4.1	8.7	1.6	7.5	5.9	4.8	6.7	6.6	6.5	6.4	6.3
在庫投資	57.6	58.5	74.4	81.0	89.2	56.8	77.2	7.3	42.2	62.6	62.6	66.4	76.8	74.9	72.0	73.9	80.8	87.7	75.8	79.7	91.6
政府支出	▲1.0	▲2.4	▲0.8	▲0.3	▲1.4	0.3	3.5	▲6.5	▲4.2	▲0.9	▲1.8	▲1.4	▲0.3	▲0.1	▲0.4	▲0.8	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1
純輸出	▲430.8	▲423.9	▲436.2	▲454.4	▲439.2	▲435.3	▲436.4	▲412.1	▲422.2	▲422.0	▲417.8	▲433.5	▲427.7	▲436.5	▲440.2	▲440.2	▲451.0	▲464.2	▲455.4	▲446.9	▲451.7
輸出	3.5	3.2	8.0	8.1	4.2	3.8	0.4	1.1	▲1.3	8.6	8.2	8.1	7.9	7.8	7.6	8.0	8.5	8.3	8.1	8.1	8.5
輸入	2.2	2.4	7.1	7.5	3.0	3.5	2.4	0.1	0.1	1.2	2.5	5.7	7.0	7.2	7.4	6.7	7.5	7.8	7.4	7.1	6.9
実質国内需要	2.6	1.5	2.4	2.6	3.2	1.1	2.7	▲0.5	1.4	2.4	1.7	2.8	2.3	2.6	2.4	2.3	2.9	2.8	2.4	2.8	2.9
実質最終需要	2.6	1.6	2.3	2.5	3.5	2.1	2.3	2.0	0.2	2.0	1.9	2.3	2.3	2.6	2.4	2.3	2.5	2.4	3.0	3.0	2.6
実質国内最終需要	2.5	1.5	2.3	2.6	3.0	1.9	2.2	1.3	0.5	1.9	1.8	2.7	2.1	2.7	2.4	2.2	2.7	2.6	2.7	2.8	2.6
名目GDP	4.6	3.0	3.7	4.1	5.8	3.0	4.9	1.6	2.8	3.2	2.7	4.1	3.7	4.2	3.6	3.8	4.8	3.8	4.6	3.3	4.8
GDPデフレーター	1.3	1.3	1.3	1.6	2.0	1.8	2.3	1.1	1.3	0.7	1.1	1.5	1.1	1.9	1.1	1.1	2.2	1.1	2.2	0.7	2.2
SP500 (平均)	1,379.4	1,601.1	1,726.1	1,860.1	1,348.8	1,349.7	1,400.9	1,418.1	1,514.0	1,609.5	1,647.7	1,633.2	1,674.6	1,717.8	1,746.7	1,765.2	1,808.3	1,837.2	1,910.4	1,884.4	1,946.1
10年債利回り (% 平均)	1.79	2.34	2.86	2.96	2.02	1.81	1.63	1.69	1.69	1.97	2.71	2.74	2.79	2.89	2.90	2.88	2.99	2.90	3.06	2.90	2.98
WTI (ドル、平均)	94.2	99.7	107.7	114.8	103.0	93.5	92.2	88.2	94.4	94.2	105.0	105.2	105.9	106.8	107.9	110.1	112.2	115.0	115.3	116.8	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。