U.S.Trends

米国　2014年、2015年経済・金融予測

～緩やかな成長基調を維持、早期の利上げがリスク要因～

発表日：2014年9月5日(金)

第一生命経済研究所　経済調査部
桂畑 誠治
03-5221-5001

○ 2014 年の実質ＧＤＰ成長率は、断続的な大雪により１－３月期に下ぶれたものの、緩和的な金融政策の継続、緊縮財政の緩和等により、前年比＋2.0%（13 年同＋2.2%）と前年並みの成長が予想される。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。バブル期のような高いレバレッジは見込み難いが、雇用情勢の改善、所得の拡大を背景に、安定成長が持続すると予想される。

○ 14 年４－６月期の実質 GDP 成長率は、悪天候による下振れからの回復等により前期比年率＋4.2%と高い伸びとなった。１－３月期の実質 GDP 成長率は、12 月から３月にかけて冬の嵐の断続的な襲来、減税終了前の駆け込みの反動による設備投資の下振れ、在庫調整等を背景に同▲2.1%とマイナス成長だった。

○ 14 年後半の実質ＧＤＰ成長率は、個人消費の拡大持続、住宅投資の回復傾向、世界経済の加速により、均して前期比年率＋２%台後半を維持しよう。

○14 年 11 月の中間選挙を経て「ねじれ議会」の解消が期待されているが、14 年選挙で共和党が上院で安定多数である 60 議席を奪うことは困難。16 年の大統領選挙を意識し、共和党は大幅な歳出削減、オバマケアの修正を強く主張する一方、民主党やオバマ政権は両政策には否定的であり、両党の政策対立が続くとみられ、政策の不透明感から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、輸出拡大等に伴う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。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（連邦準備制度理事会）は雇用の改善持続を受け、14 年１月から QE3 の減額を開始した。その後もテーパリングを継続、８月には毎月 100 億ドルのＭＢＳ（住宅ローン担保証券）と 150 億ドルの国債の購入に減額し、14 年 10 月に資産購入を終了すると見込まれる。一方、利上げはコアインフレ率の低い伸びが続く中、質の改善を伴った雇用の最大化を目指すため、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、中東情勢やウクライナの悪化等によるエネルギー・食品価格などの急騰、中国など新興国の成長力の低下等による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、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。

１.実質ＧＤＰ成長率は、14年＋2.0%、15年＋2.９%と緩やかに加速する見込み

高成長は困難も安定成長持続の公算

2014 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の拡大により、14 年前年比＋2.0%（５月予測同＋2.3%）、15 年同＋2.9%（５月予測同＋2.7%）成長が見込まれる（図表１）。なお、現時点の米国経済見通しのコンセンサスは、14 年前年比＋2.0%（５月同＋2.5%）、15 年同＋3.0%（５月同＋3.1%）。

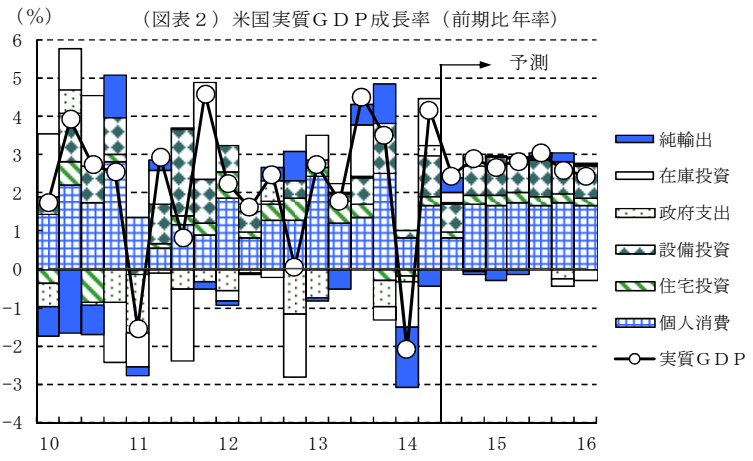
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

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、超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）。

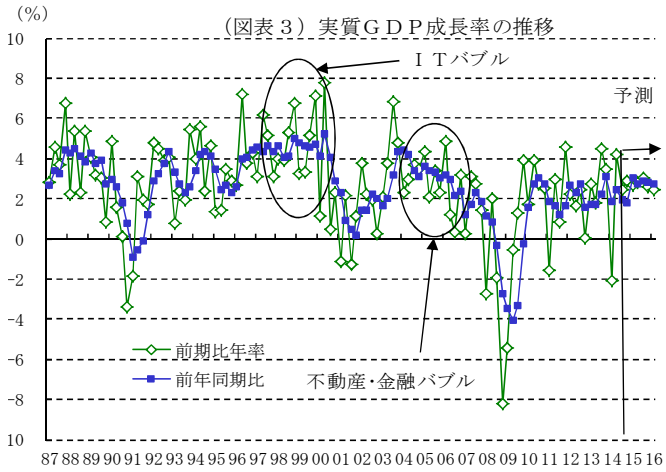
（図表1）米国経済見通し（前年比、％）

	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	S＆P500（年平均）	10年国債利回り（年平均）	WTI（ﾄﾞﾙ）（年平均）	日本実質GDP	ﾕｰﾛ圏実質GDP	中国実質GDP
	2008	1.7	▲0.3	(▲1.3)	▲0.3	▲0.7	▲24.0	(▲0.5)	(1.0)	5.7	▲2.6	2.8	1221.6	3.6	99.7	▲1.0	0.3	9.6
	2009	▲2.0	▲2.8	(▲3.9)	▲1.6	▲15.6	▲21.2	(▲0.8)	(1.1)	▲8.8	▲13.7	3.1	946.2	3.2	61.9	▲5.5	▲4.4	9.2
	2010	3.8	2.5	(3.0)	1.9	2.5	▲2.5	(1.4)	(▲0.4)	11.9	12.7	0.1	1139.8	3.2	79.6	4.7	1.9	10.4
	2011	3.7	1.6	(1.6)	2.3	7.7	0.5	(▲0.1)	(▲0.0)	6.9	5.5	▲3.0	1267.9	2.8	95.1	▲0.5	1.6	9.3
	2012	4.2	2.3	(2.2)	1.8	7.2	13.5	(0.1)	(0.1)	3.3	2.3	▲1.4	1379.4	1.8	94.2	1.5	▲0.6	7.7
	2013	3.7	2.2	(2.1)	2.4	3.0	11.9	(0.0)	(0.1)	3.0	1.1	▲2.0	1641.8	2.3	98.0	1.5	▲0.4	7.7
	2014	3.6	2.0	(2.2)	2.1	5.7	1.8	(0.1)	(▲0.2)	3.8	4.4	▲0.6	1921.2	2.7	100.8	1.1	0.8	7.4
予測	2015	4.0	2.9	(2.9)	2.4	6.7	7.4	(0.2)	(▲0.1)	8.4	7.3	0.0	2131.3	3.5	107.6	1.0	1.4	7.1

（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。



、出所)米商務省、予測は当社。

２．14年４－６月期の実質ＧＤＰ成長率は高い伸びも持続性はない

４－６月期は、悪天候からの回復により前期比年率＋4.2%成長に加速

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。このような国内最終需要のもと、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月期の実質ＧＤＰ成長率が前期比年率＋4.2%と高い伸びとなった背景は、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。一方で、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、現状のような金融緩和環境が継続すれば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

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。

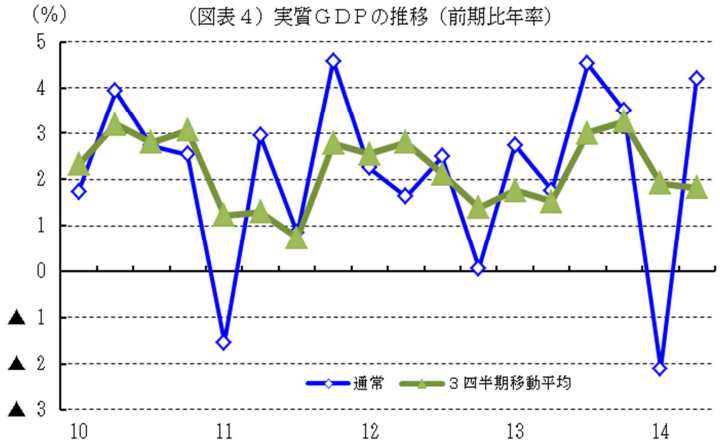
できる状態にあると判断される。

国内最終需要は緩やかな拡大トレンド

変動が大きいＧＤＰ成長率の基調（３四半期移動平均）をみると、実質ＧＤＰ成長率は、昨年後半に在庫投資、減税終了前の駆け込み等によって押し上げられた後、14年１－３月期には寒波の影響で押し下げられた。この反動で４－６月期の成長率が高まったが、落ち込みの程度に比べると強くなかったため、４－６月期は前期比年率＋1.8％と鈍化している（図表４）。

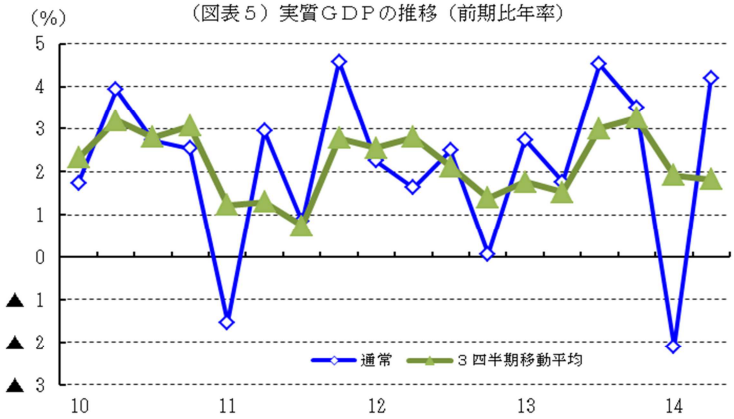
一方、内需の強さを示す実質国内最終需要は４－６月期で前期比年率＋2.2％と引き続き緩やかな拡大基調を維持している（図表５）。

（図表４）実質ＧＤＰの推移（前期比年率）



（出所）米商務省

（図表５）実質ＧＤＰの推移（前期比年率）



（出所）米商務省

個人消費、設備投資が加速したほか、住宅投資、政府支出が増加に転じ、在庫投資がプラス寄与に転じた

４－６月期の需要項目別の詳細をみると、家計部門では、個人消費は前期比年率＋2.5％（１－３月期同＋1.2％）と小幅加速した。雇用・所得の緩やかな拡大のほか、借入環境の改善など、個人消費を支える要因は多くなっている。このような中で、１－３月期に悪天候で押し上げられた住宅関連支出が減少に転じたほか、金融関連サービスの伸びが鈍化したため、サービス消費が減速した。一方で、悪天候の影響がなくなり自動車、家具などの耐久財消費のほか、衣料品等の非耐久財消費が加速した。また、住宅投資は悪天候等によって２四半期連続で落ち込んだ反動もあり前期比年率＋7.2％（１－３月期同▲5.3％）と３四半期ぶりの増加となった。

企業部門では、設備投資がＣＥＯの景気見通しの改善、企業収益の改善によって前期比年率＋8.4％（１－３月期同＋1.6％）と加速した。内訳では、知的財産が前期比年率＋4.4％（同＋4.6％）と小幅減速したものの、構築物投資が同＋9.4％（同＋2.9％）と加速したうえ、駆け込みの反動で１－３月期に落ち込んだ機械設備投資が同＋10.7％（同▲1.0％）と増加に転じた。また、在庫投資は、１－３月期に昨年後半に水準が高まった反動や悪天候によって積み増しペースが抑制された影響で、４－６月期に拡大ペースを速め、同期のＧＤＰを前期比年率＋1.39％ｐと大幅に押し上げた（１－３月期は同▲1.16％ｐのＧＤＰ押し下げ）。

政府支出は、税収の増加による地方政府の支出拡大を背景に前期比年率＋1.4％（１－３月期同▲0.8％）と増加した。連邦政府支出全体は同▲0.9％と７四半期連続で減少した。一方、州地方政府支出は同＋2.9％（同▲1.3％）と増加に転じた。

純輸出では、輸入が在庫積み増しの動きを映じて前期比年率＋11.0％（同＋2.2％）と加速した。一方で、輸出は１－３月期に北米での寒波や、欧州の暖冬、新興国の景気減速等を背景に減少した反動に加えて、輸出先需要の回復を受け、前期比年率＋10.1％（同▲9.2％）と増

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。

加に転じた。この結果、純輸出のＧＤＰ寄与度は前期比年率▲0.43％ｐ（１－３月期の同▲1.66％ｐ）とマイナス幅を縮小した。

３．７－９月期の実質GDP成長率は消費の下振れ等により小幅減速

14 年７－９月期は前期比年率＋２％台半ば程度の成長となる公算

７－９月期についてみると、雇用情勢では、非農業部門雇用者数（事業所調査、季節調整済み）は８月に前月差＋142 千人（７月同＋212 千人）と鈍化したものの、安定的な経済成長が続くなか、緩やかな拡大傾向を維持している（図表６）。３ヵ月移動平均では、８月の非農業部門雇用者数（６、７、８月）は前月差＋207 千人（７月同＋236 千人）、民間部門雇用者数は同＋202 千人（７月同＋234 千人）と減速した。また、より一時的な変動の影響を排除できる６ヵ月移動平均では、非農業部門雇用者数（14 年３月－14 年８月）が前月差＋226 千人（７月同＋240 千人）と前月差＋20 万人前後の水準を２年近く維持しており、雇用は安定的なペースで拡大を続けている。一方、失業率（家計調査）は、労働参加率の大幅な低下もあり、８月に6.1％まで改善している。さらに、広義の失業率（Ｕ６）は、12.0％に低下している。

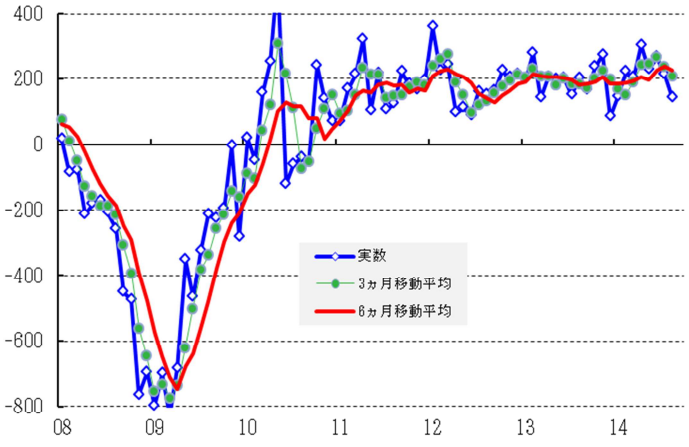
実質可処分所得は前年比＋２％台で推移しているほか、各種の消費者マインド調査は８月にかけて水準を切り上げ、改善傾向を示しているものが多い。このような状況のもと、８、９月は、コア小売売上高が小幅増加するとみられるうえ、融資基準の緩和や購入計画等から自動車販売は現状の水準を維持し、サービス消費は緩やかに拡大すると予想される。ただし、７月の実質個人消費が４－６月期比年率▲0.1％（４－６月期前期比年率＋2.5％）と失速したこと等を背景に、７－９月期の実質個人消費は前期比年率＋１％程度に減速する公算が大きい。

設備投資では、構築物投資は４－６月期に上振れた反動で減速すると予想されるものの、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）が、４－６月に前期比年率＋11.8％（１－３月期同＋4.1％）と加速しており、機械設備投資が７－９月期に増加ペースを速めることを示唆しており、設備投資全体は堅調さを維持する公算が大きい。

住宅投資や政府支出は、４－６月期に天候の改善によって押し上げられた反動で鈍化すると予想される。以上を勘案すると、国内最終需要の増加ペースは小幅減速すると見込まれる。

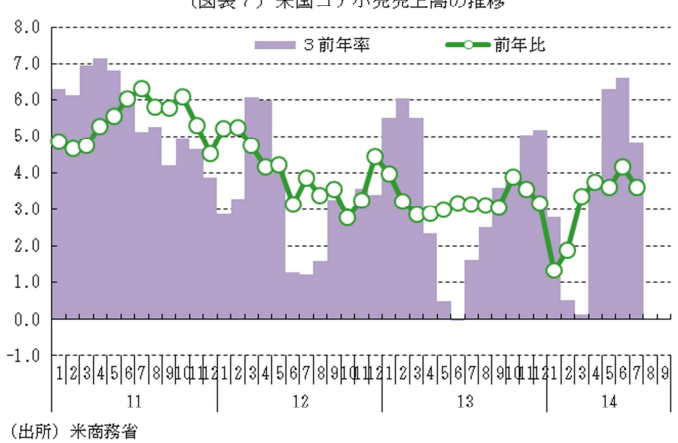
純輸出では、輸出先の景気拡大ペースの加速により、輸出の高い伸びが期待されるほか、輸入は在庫の積み増し抑制等の影響で伸びが鈍化すると予想され、純輸出のＧＤＰ寄与度はプラスに転じると見込まれる。一方、在庫投資は、４－６月期に大幅に積み上げられたことから、７－９月期の積み増しペースは抑制されるとみられる。この結果、14 年７－９月期の実質ＧＤＰ成長率は、前期比年率＋２％台半ばに減速する公算が大きい。

（千人）　（図表６）米国非農業部門雇用者数（前月差）



（出所）米労働省

（%）　（図表７）米国コア小売売上高の推移



（出所）米商務省

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。

４．経済成長を支える要因

財政問題は中間選挙終了までは混乱を招かない

経済成長の妨げとなる財政問題では、14 会計年度予算（13 年 10 月－14 年９月）で緊縮の程度が弱められたことから、下押し圧力が緩和している。また、15 会計年度予算（14 年 10 月－15 年９月）は歳出額の上限で与党民主党と野党共和党が合意しているため、15 年９月まで予算の未成立による政府機関閉鎖のリスクは基本的にはない。一方、債務上限は 15 年３月 15 日まで停止されており、３月初まではデフォルト懸念が強まるリスクはない。このような財政問題の先送りによる不透明感の緩和を背景に、14 年の個人消費や投資を抑制する圧力は弱まっている。

個人消費を取り巻く環境の改善持続

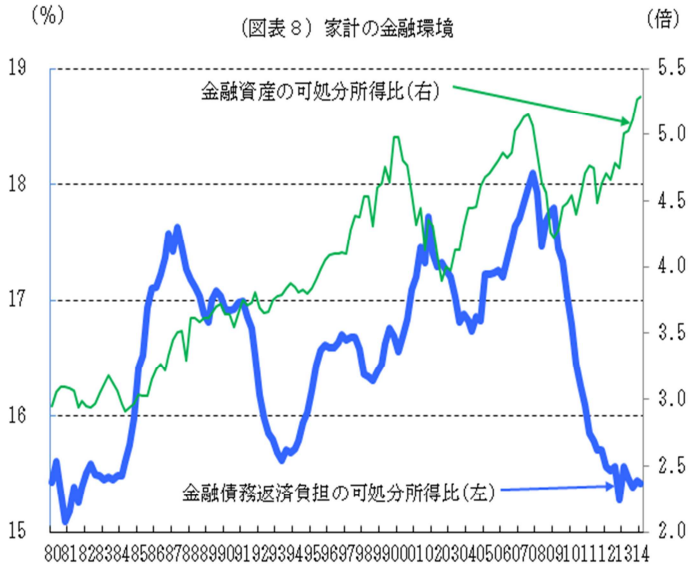
ファンダメンタルズでは、家計部門を取り巻く環境をみると、雇用・所得は悪天候の影響を受けながらも景気拡大を背景に増加傾向を維持している。資産・負債状況では、家計の金融資産残高の可処分所得比率は過去最高に達している（図表８）。また、家計の純資産残高は過去最大を更新し続けている。一方、金融負債残高の可処分所得比率は低下傾向にある。

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（図表８）、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（図表９）。

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、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。

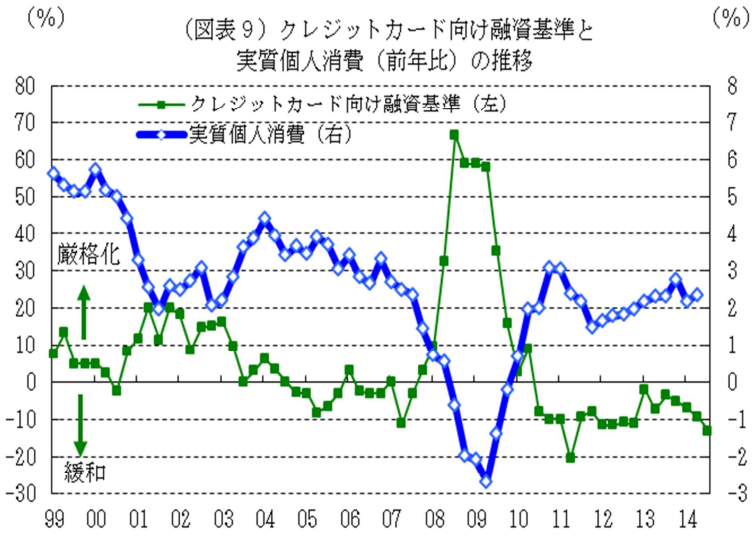
さらに、株価は世界的な景気拡大持続による企業業績の改善、超緩和的な金融政策の継続等により、大幅な調整は回避され、基本的には緩やかに上昇すると予想される。以上を勘案すると、個人消費は前期比年率＋２～３％で推移する公算が大きい。

（図表８）家計の金融環境



（出所）ＦＲＢデータより作成

（図表９）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緩やかなものに

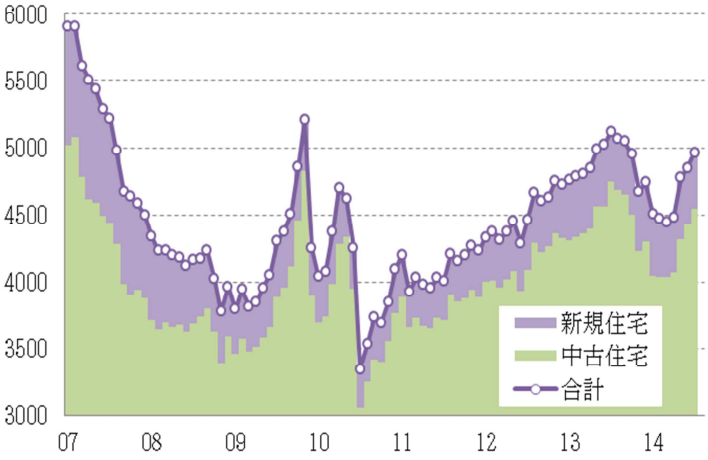
住宅部門では、悪天候のほか、モーゲージ金利の上昇、住宅ローンの融資基準の厳格化等により、14年初にかけて住宅販売は水準を切り下げたが、７月にかけて持ち直している（図表10）。

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。

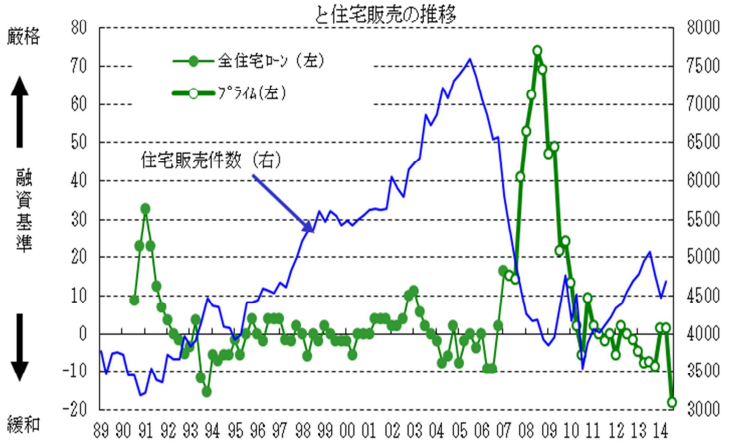
今後は、融資基準が緩和されるほか（図表11）、景気拡大に伴う雇用・所得の増加、過去と比較して実質モーゲージ金利の低い水準が続くと予想されるもと、家計の住宅購入意欲が比較的強いことから、今後も住宅販売は回復傾向を辿ると予想される。ただし、モーゲージ金利の上昇によって投資目的の住宅購入は縮小するとみられ、回復ペースは抑制されよう。

このような中で、７－９月期以降の住宅投資は、天候要因の剥落、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。

（千戸）（図表10）米住宅販売件数（中古と新築の合計：一戸建て）



（%）　（図表11）住宅ローンの融資基準を厳格・緩和した銀行の割合と住宅販売の推移　（千戸）

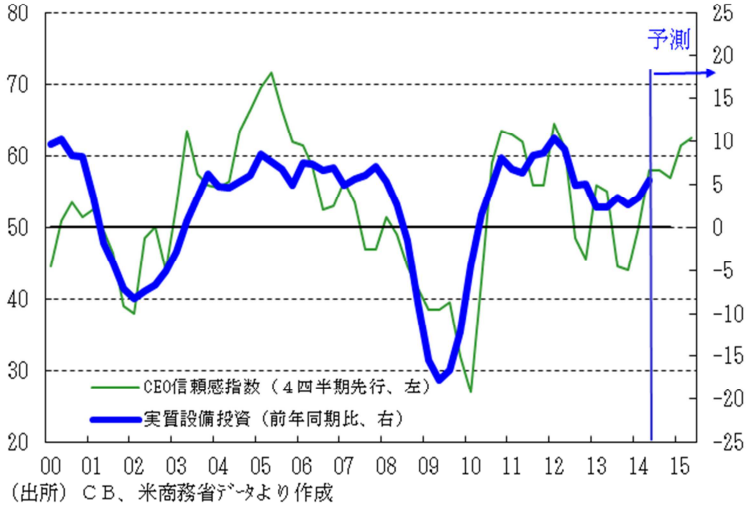


（出所）ＦＲＢ、米商務省、ＮＡＲ、ＦＤＩＣ

設備投資は企業収益の拡大、稼働率の上昇、空室率の低下を背景に拡大基調を維持すると見込まれる

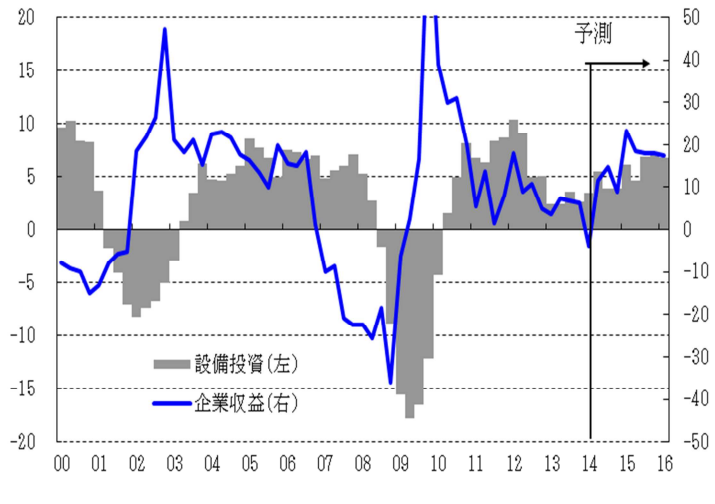
設備投資は、今後世界的な景気拡大、コストの抑制などを背景に企業収益は改善傾向を辿るとみられ、緩やかな拡大傾向を維持すると見込まれる（図表12、13）。内訳では、製造業生産は、国内需要の上昇ペース加速に加えて、各国での金融緩和や財政支出の拡大などを背景とした世界経済の回復傾向持続による輸出の増加によって、拡大基調を維持すると見込まれる。また、鉱業はシェールブームに伴う生産の拡大により高い伸びを維持すると予想される。このような生産活動の活発化による稼働率の上昇を受けた増産投資のほか、効率化のための情報化投資の拡大が見込まれる。さらに、構築物投資は変動が大きいものの、景気拡大によるオフィス需要の強まり等を背景に、増加基調を維持すると予想される。

（図表12）CEO信頼感指数と設備投資（四半期）　（%）



（出所）ＣＢ、米商務省ﾃﾞｰﾀより作成

（%）　（図表13）設備投資と企業収益の推移（前年同期比）　（%）



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。

ねじれ議会解消の可能性はあるが、上院で安定多数獲得は困難、政策の停滞継続へ

14年11月に中間選挙が実施される。現在の政党支持率は、民主党と共和党ともに40%程度となっており、拮抗した状況が続いている。議会はレイムダック化しているため、政策策定での混乱は起きないとみられ、支持率の大きな変化はない見込み。このため、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ず、「ねじれ議会」は15年以降も継続すると見込まれる。

一方、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う可能性が徐々に高まっているが、フィリバスター（議事妨害）を終了させるために必要な 60 議席（安定多数）を獲得することは難しい。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である。しかし、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、共和党との政策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。

15 年 10-12 月期以降、緊縮財政が強化される可能性

15 年、16 年も税制改革、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。

債務上限は、15 年３月 16 日に復活する。直に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 10－15 年９月）まで。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。しかし、16 年に大統領選挙・議会選挙を控え、財政政策で主張が大きく異なる両党が妥協して合意する可能性は低く、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と予想される。

このような状況のもと、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成長ペース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。

５．インフレは競争環境等映じて低位安定継続

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見込み

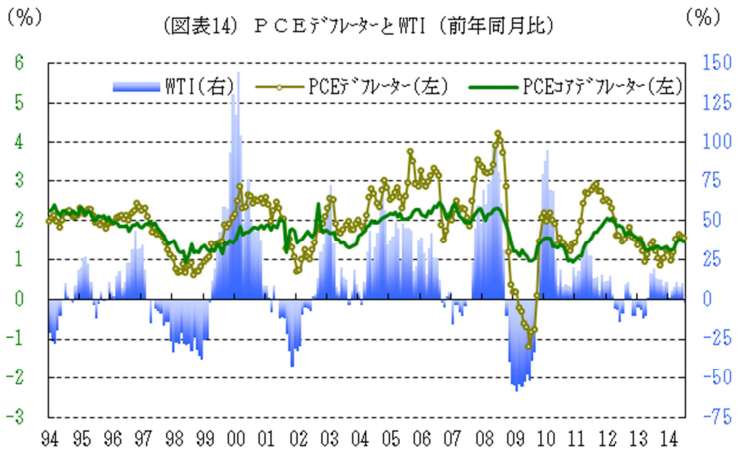
インフレに関して、個人消費支出（ＰＣＥ）デフレーターの上昇率は、エネルギー・食料品価格の安定によって、前年同月比＋1.56％と低い伸びにとどまっている。また、ＦＲＢが重視しているＰＣＥコアデフレーターはサービス価格の上昇ペース加速にもかかわらず耐久財価格の下落によって、前年同月比＋1.47％と低い伸びにとどまっており、インフレ期待も安定している（図表14）。

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。

今後も、帰属家賃、医療費の上昇が続くとみられる一方で、需給ギャップが大幅に拡大した状態が続くほか（図表15）、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、15、16年のＰＣＥコアデフレーターは前年同月比＋1.5％程度の上昇ペースで推移すると見込まれる。

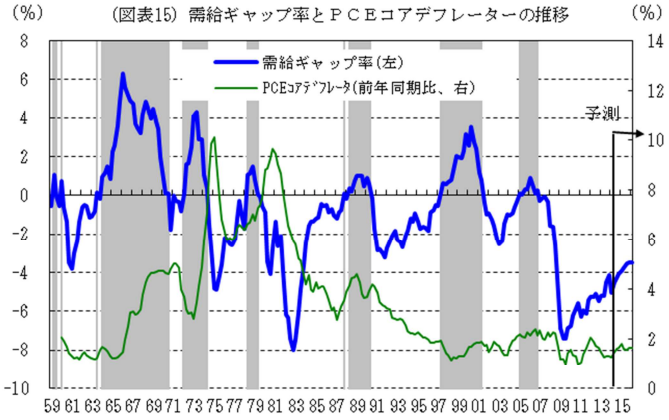
ウクライナ危機の深刻化、イラク、シリア、パレスチナなど中東情勢の混乱等により、エネルギー価格が予想を上回って上昇する可能性があるほか、異常気象の頻発に伴う食料価格高騰リスクがある。このような外部要因によるエネルギーや食料品価格の上昇は需要を抑制することから、コアインフレ率が急速に上昇する可能性は小さい。実際、ＷＴＩが一時１バレル＝147ドル台に急騰した08年には、ＰＣＥデフレーターが前年同月比＋4.5％まで上昇したものの、ＰＣＥコアデフレーターは同＋2.6％にとどまったように、94年以降エネルギー価格上昇のコアインフレへの波及は限定的となっている（図表14）。

（図表14）ＰＣＥﾃﾞﾌﾚｰﾀｰとWTI（前年同月比）



（出所）米商務省、CME

（図表15）需給ギャップ率とＰＣＥコアデフレーターの推移



（出所）ＣＢＯ、米商務省データより当社推計

（注）ｼｬﾄﾞｰ部は需要が供給を上回っている

６．ＦＲＢはＱＥ３を14年10月に終了、ゼロ金利政策は16年にかけて継続する見込み

ＦＲＢは慎重なペースでQE3を縮小

ＦＲＢは、政策金利に下げ余地がなくなった08年以降、量的緩和策とフォワードガイダンス政策によって、緩和的な金融環境を強めている。これらの政策の効果等による経済成長の安定や雇用情勢の改善傾向を受け、ＦＲＢは13年12月のＦＯＭＣ以降、毎回のＦＯＭＣ（14年１月、３、４、６、７月）でＱＥ３の縮小を決定している。

同時に、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。

ＦＲＢはＱＥ３の縮小を継続し10月に終了も、バランスシートの水準を維持する方針

ＱＥ３縮小については、ＦＯＭＣ声明文で「もし入手する情報が、労働市場の改善が進み、インフレ率が長期的な目標に向かって戻るという委員会の見通しを広範に裏付けるならば、委員会は今後のＦＯＭＣでさらに慎重な足取りで購入ペースを縮小するだろう」とＦＯＭＣの見通しに沿ったファンダメンタルズの状況が続くなかで、慎重なペースで縮小を進める方針を維持している。

基本的には緩やかな経済成長が続くほか、雇用は景気拡大により現在の増加ペースを維持すると見込まれるため、ＦＲＢはＱＥ３縮小を100億ドルの慎重なペースで継続し、10月に終了すると予想される（図表16、17）。その後も、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。

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。

（図表16）ＱＥ３の購入ペース予想

（億ﾄﾞﾙ）

ＦＯＭＣ開催日		米国債	ＭＢＳ
2013年	9月17、18日	450	400
	10月29、30日	450	400
	12月17、18日	400	350
2014年	1月28、29日	350	300
	3月18、19日	300	250
	4月29、30日	250	200
	6月17、18日	200	150
	7月29、30日	150	100
	9月16、17日	100	50
	10月28、29日	0	0
	12月16、17日	0	0

↓ 予測

（図表17）ＦＲＢのバランスシート

（出所）FRB、予測は当社

フォワードガイダンスでは資産購入終了後、相当の期間、事実上のゼロ金利政策を継続するとしているが、経済情勢次第

利上げについては、「現行の0%から0.25%というＦＦ金利目標誘導の範囲を維持する期間を決める際に、委員会は最大雇用と２%のインフレ目標に向けた進展を実績と予測の両面から評価する」としている。評価には、以下の項目など様々な情報を広く考慮して、行うとしている。

① 労働市場の状況に関する指標のほか、
② インフレ圧力とインフレ期待の指標、
③ 金融情勢の状況

「特に、インフレ率が２%の長期的な目標より低くとどまると予想され、長期的なインフレ期待が十分に抑制される場合には、現行のＦＦ金利の目標誘導レンジを資産購入が終了した後も相当な期間維持することが適切になるだろうと引き続き予測している」とのＦＯＭＣの見方を維持している。

利上げは 16 年１－３月期に開始される公算

しかし、雇用関連統計は質の問題を抱えているが、雇用の問題を明確に構造要因と循環要因に分類することは困難なため、雇用の最大化を示す基準が不明瞭となっている。このため、ＦＲＢは、質の改善を伴った雇用の最大化を目指して、インフレが低位で安定している間、低金利を維持すると見込まれる。質の改善を伴った雇用の最大化は、雇用の増加ペースや労働参加率の大幅な低下を伴って低下を続ける失業率だけで判断せずに、離職率、就職率、就業率、長期失業者比率など多くの雇用関連の指標が、リーマンショック前の水準に近づくことで評価される。これらは景気拡大が続くなかでゆっくりとしたペースで改善しており、この動きは今後も続くと予想される。一方、労働参加率は、高齢化等によって、元の水準に戻ることはない。しかし、リーマンショク後の労働参加率の低下の半分程度は働き盛りである24－55歳の世代が占めている。このため、景気拡大が続くなかで労働市場に復帰する人々が増加するとみられ、失業率の低下ペースは鈍くなると見込まれる。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利上げ開始は、16年１－３月期頃になる見込み。

利上げが予想よりも前倒しされる条件は、インフレ加速のほか、経済成長や雇用の拡大ペースの予想以上の加速、バブル的な金融市場の動きの強まり等が、挙げられる。

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。

7．下振れ要因は早期の金融引き締め、金融市場の混乱など。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早期の金融緩和策の終了観測の高まり、②ウクライナ情勢の深刻化、中東情勢の悪化を受けたエネルギー価格高騰、テロ懸念の強まり、③中国シャドーバンキングのデフォルトによる金融市場の混乱、中国経済の急減速、新興国市場の混乱、エボラ出血熱のパンデミック、異常気象などが挙げられる。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金融緩和の長期化等による株高、住宅価格の上昇、②自動歳出削減プログラムの停止、③中小企業向け減税や法人税率の引き下げなど追加の経済・景気対策、④アジア地域や新興国など世界経済の回復ペースの大幅な加速によって、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

（季節調整済み、％、10億ドル）

	2013年（実績）	2014年（予測）	2015年（予測）	2013年 1～3	2013年 4～6	2013年 7～9	2013年 10～12	2014年 1～3	2014年 4～6	2014年 7～9	2014年 10～12	2015年 1～3	2015年 4～6	2015年 7～9	2015年 10～12	2016年 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
				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
個人消費	2.4	2.1	2.4	3.6	1.8	2.0	3.7	1.2	2.5	1.2	2.5	2.5	2.6	2.5	2.6	2.5
				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
住宅投資	11.9	1.8	7.4	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
				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
設備投資	3.0	5.7	6.7	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
				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
在庫投資	63.6	80.0	108.6	33.4	43.4	95.6	81.8	35.2	83.9	93.9	106.9	107.8	110.0	112.2	104.3	92.4
	0.0	0.1	0.2	0.7	0.3	1.3	▲0.3	▲1.2	1.2	0.3	0.3	0.0	0.1	0.1	▲0.2	▲0.3
政府支出	▲2.0	▲0.6	0.0	▲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
				▲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
純輸出	▲420.5	▲452.3	▲461.6	▲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
	0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.5	0.5	1.0	▲1.6	▲0.4	0.4	▲0.1	▲0.3	▲0.1	0.1	0.2	0.0
輸出	3.0	3.8	8.4	▲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
輸入	1.1	4.4	7.3	▲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
実質国内需要	2.0	2.2	2.8	2.7	2.2	3.8	2.4	▲0.5	4.5	2.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.3	2.4
				1.4	1.6	2.0	2.8	2.0	2.5	2.1	2.2	3.1	2.7	2.9	2.7	2.6
実質最終需要	2.2	1.9	2.7	2.1	1.5	3.1	3.9	▲1.0	2.9	2.2	2.6	2.7	2.8	3.0	2.8	2.8
				2.0	2.0	2.1	2.6	1.9	2.2	2.0	1.7	2.6	2.6	2.8	2.8	2.8
実質国内最終需要	1.9	2.1	2.7	2.1	1.9	2.5	2.7	0.6	3.2	1.8	2.6	2.9	2.8	2.8	2.5	2.7
				1.7	1.8	1.9	2.3	2.0	2.3	2.1	2.0	2.6	2.5	2.8	2.8	2.7
名目ＧＤＰ	3.7	3.6	4.4	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
ＧＤＰﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	1.5	1.5	1.6	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
SP500（平均）	1,641.8	1,921.2	2,131.3	1,514.0	1,609.5	1,674.9	1,768.7	1,834.9	1,900.4	2,054.6	2,054.7	2,095.1	2,230.9	2,267.2	2,256.4	2,236.5
10年債利回り(%,平均)	2.33	2.67	3.46	1.69	1.97	2.70	2.73	2.75	2.61	2.85	3.02	3.25	3.52	3.60	3.69	3.48
WTI（ﾄﾞﾙ、平均）	98.0	100.8	107.6	94.4	94.2	105.8	97.6	95.0	103.0	99.0	102.5	104.4	106.2	108.4	111.4	112.2

予測

（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

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。