

## 米国 2016、2017年経済・金融予測

～緩やかな経済成長を背景に景気拡大は長期化。世界的な金融市場混乱の長期化がリスク～

発表日：2016年2月10日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部  
桂畑 誠治  
03-5221-5001

- 米経済は、景気拡大が長期化しているが、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、過熱感のない景気拡大を続けている。2015年の実質GDP成長率は、世界経済減速の向かい風を受けながらも個人消費や住宅投資などの国内需要の堅調さによって、前年比+2.4%（14年同+2.4%）と潜在成長率を上回る経済成長を維持した。
- 今後も過去のバブル期のような高成長は期待できない一方で、利上げ開始後もバランスシートの水準維持などの緩和的な金融政策の継続、雇用情勢の改善、中間所得層への減税などに支えられて景気後退の可能性も小さい。16年は、雇用情勢の改善による個人消費、住宅投資の拡大が見込まれる一方で、ドル高、原油価格下落、世界経済減速の影響を受けた企業部門の調整の深まりを背景に、同+2.2%成長への鈍化が予想される。17年は金融引き締めやそれに伴う金融市場の混乱等が続く可能性があるものの、世界経済の持ち直しにより同+2.4%と小幅加速する公算が大きい。
- FRBは、16年に年3回前後の慎重なペースで利上げを実施すると予想される。FFレート誘導目標レンジの中央値は、16年末に1.125%、17年末に2.125%となろう。ただ、金融市場の不安定な動きが続けば、それが安定するまでFRBは様子見姿勢をとるだろう。一方、償還債券の再投資は中期的に継続され、バランスシートの水準が維持されると予想される。17年に世界経済が加速し金融市場が安定していれば、停止すると見込まれる。
- 予測の下振れリスクには、金融引き締めに伴う金融市場の混乱、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、先進国などでの連続テロ、エネルギー・食品価格などの急騰、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、16年+2.2%、17年+2.4%と緩やかな成長を見込む

#### 高成長は困難も安定成長持続の公算

2015年の実質GDP成長率は、世界経済減速の向かい風を受け輸出が伸び悩みながらも、個人消費や住宅投資などの国内需要の堅調さによって、前年比+2.4%（14年同+2.4%）と潜在成長率を上回る経済成長を維持した。

米経済は、景気拡大が長期化しているが、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、過熱感のない景気拡大を続けている。今後も過去のバブル期のような高成長は期待できない一方で、利上げ開始後もバランスシートの水準維持などの緩和的な金融政策の継続、雇用情勢の改善、中間所得層への減税などに支えられて景気後退の可能性も小さい(図表1、2、3)。

16年は、景気拡大に伴う雇用・所得の増加、資産残高の増加、消費者マインドの改善、エネルギー価格の低位安定等を背景に個人消費や住宅投資の拡大が見込まれる一方で、原油価格下落、世界経済減速の影響を受けた企業部門の調整の深まりを背景に、同+2.2%成長に減速す

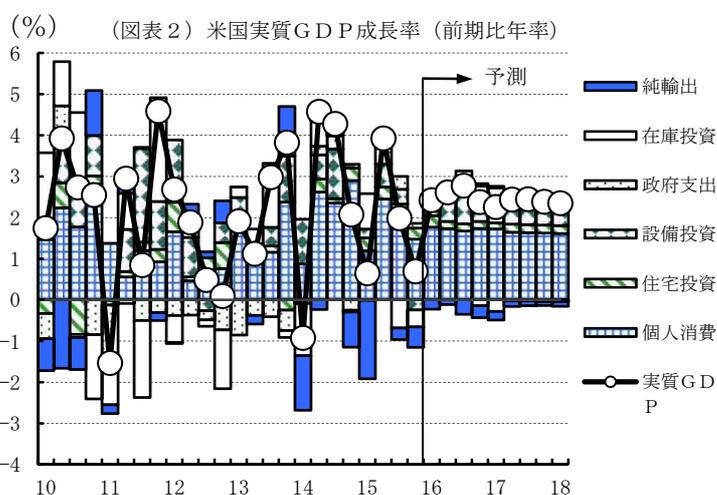
ると予想される。17年は、内需が底堅く推移する中で世界経済の持ち直しにより同+2.4%と小幅加速する公算が大きい。

なお、現時点の米国経済見通しのコンセンサスは、16年+2.4%、17年+2.4%である。

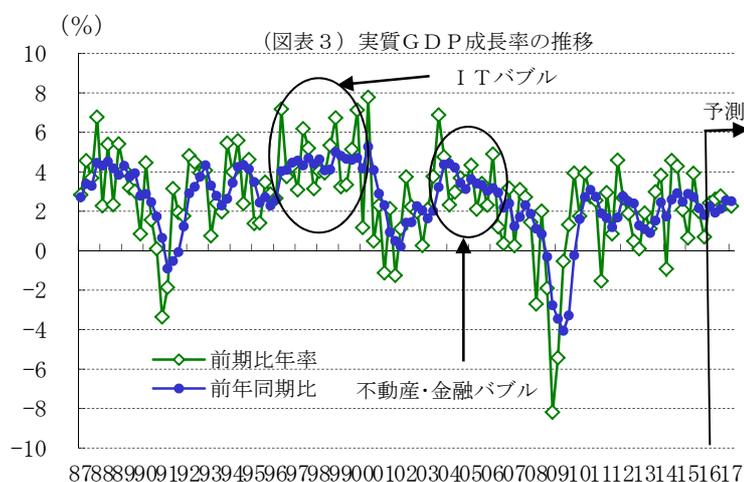
(図表1) 米国経済見通し (前年比、%)

暦年	名目GDP	実質GDP								S & P 500 (年平均)	10年国債 利回り (年平均)	WT I (ドル) (年平均)		
		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	
2011	3.7	1.6	(1.6)	2.3	7.7	0.5	(▲0.1)	(▲0.0)	6.9	5.5	▲3.0	1268.3	2.6	95.1
2012	4.1	2.2	(2.1)	1.5	9.0	13.5	(0.1)	(0.1)	3.4	2.2	▲1.9	1378.7	1.8	94.2
2013	3.1	1.5	(1.4)	1.7	3.0	9.5	(0.0)	(0.1)	2.8	1.1	▲2.9	1641.7	2.5	98.6
2014	4.1	2.4	(2.6)	2.7	6.2	1.8	(0.0)	(▲0.2)	3.4	3.8	▲0.6	1930.7	2.5	87.8
2015	3.4	2.4	(3.0)	3.1	2.9	8.7	(0.2)	(▲0.7)	1.1	5.0	0.8	2061.1	2.2	47.3
2016	3.9	2.2	(2.5)	2.6	2.9	7.2	(▲0.1)	(▲0.3)	1.5	2.8	0.8	1990.2	2.2	32.3
2017	4.2	2.4	(2.6)	2.4	5.8	5.1	(▲0.1)	(▲0.2)	6.0	5.9	0.3	2163.2	3.0	36.3

(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. 15年10-12月期に実質GDPは大幅減速

**10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.7% (7-9月期同+2.0%)と減速**

15年10-12月期の実質GDP成長率(1次推計)は、設備投資の失速、純輸出や在庫投資の大幅なマイナス寄与などにより、前期比年率+0.7%(7-9月期同+2.0%)とさらに減速した(図表4)。住宅投資が堅調さを維持したものの、個人消費、政府支出が小幅減速したなかで、設備投資が減少に転じたうえ、在庫投資、純輸出が大幅なマイナス寄与となった。ドル高、原油価格下落、世界経済減速による売上の減少を受け、企業が投資に慎重な姿勢を強め、設備投資、在庫投資が減少した。設備投資では、知的財産が増加したものの、機械設備投資、構築物投資が減少に転じた(図表5)。

このため、民間部門の需要の基調を示す民間国内最終需要が前期比年率+1.8%(7-9月期同+3.2%)と減速、実質国内最終需要は前期比年率+1.6%(7-9月期同+2.9%)と鈍化し、国内需要に対する不安感を強める結果となった。

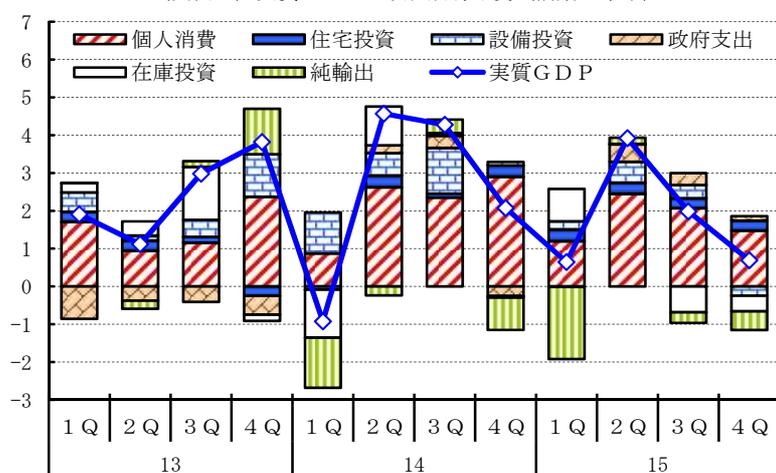
ただ、個人消費が前期比年率+2.2%と市場予想の同+1.8%を上回っており、市場が懸念するほど消費は弱まっていない。また、変動を均すために3期移動平均をみると、10-12月期のGDP成長率が前期比年率+2.2%(7-9月期同+2.2%)と潜在成長率程度の伸びを維持し

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。

ている（図表6）。この背景として、実質国内最終需要が同+2.7%（7-9月期同+2.7%）と堅調なペースで拡大していることが挙げられる（図表7）。

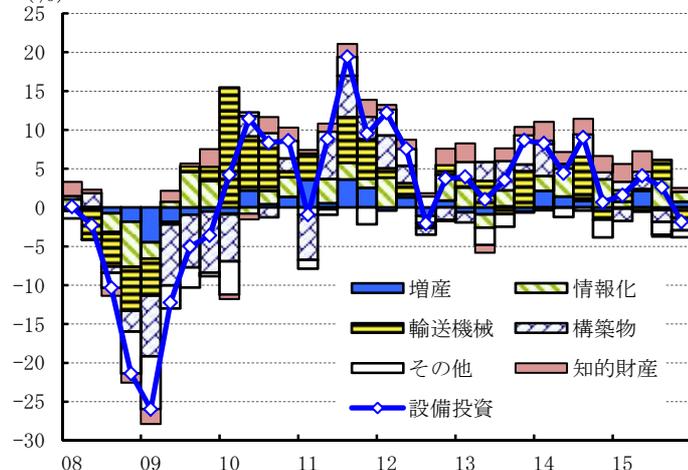
以上より、米国経済は、原油価格の下落、新興国経済の減速のなかで国内需要の拡大を背景に緩やかな成長基調を維持していると判断される。

（図表4）実質GDPの項目別寄与度（前期比年率）



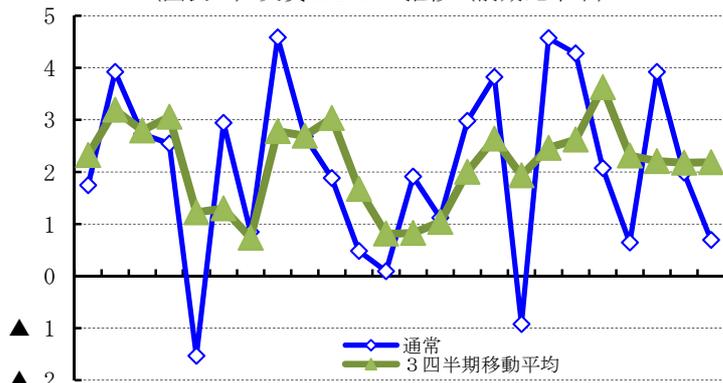
（出所）米商務省

（図表5）実質設備投資の内訳別寄与度（前期比年率）



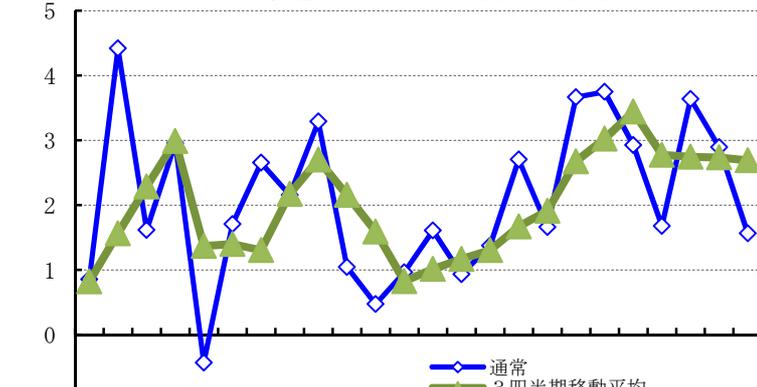
（出所）米商務省

（図表6）実質GDPの推移（前期比年率）



（出所）米商務省

（図表7）実質国内最終需要の推移（前期比年率）



（出所）米商務省

### 3. 潜在成長率を小幅上回る緩やかな拡大基調に

#### 1-3月期には家計部門主導で2%台の成長に

16年1-3月期の実質GDP成長率は、暖冬や暴風雪といった異常気象が下押し要因となるものの、個人消費、住宅投資など家計部門が堅調さを維持するほか、在庫投資や純輸出によるマイナスの影響が徐々に緩和される形で、前期比年率+2%台に加速すると予想される。家計部門では、1月も雇用情勢に大きな変化はみられず、消費者マインドも安定しているように、企業部門の調整による家計部門への悪影響が限定的なものにとどまっている。

今後も景気拡大を背景に雇用の増加と緩やかな賃金上昇が続くと予想されるほか、ガソリン価格の下落、消費者マインドの安定、借入基準の緩和、良好な金融環境を背景に、個人消費は小幅加速すると見込まれる。また、住宅販売が雇用・所得の改善等を背景に回復傾向を辿ると予想されるほか、在庫水準が低い状況が続くこと等から、住宅建設投資は1-3月期も回復基調を継続する公算が大きい。

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。

## 16年は年間を通じて安定成長を続ける見込み

景気を展望すると、経済成長に影響を及ぼす財政問題では、債務上限が17年3月まで停止されたことで、支出の停止などの緊急措置対応を含めれば、17年9月ごろまではデフォルトリスクはなくなった。また、16、17会計年度の予算の大枠で与野党が合意したことにより、17年7-9月期までは政府機関の閉鎖のリスクがなくなった。財政問題は、債務上限の停止と予算の合意によって不透明感が払拭されたため、少なくとも16、17年は成長の妨げにはならないだろう。

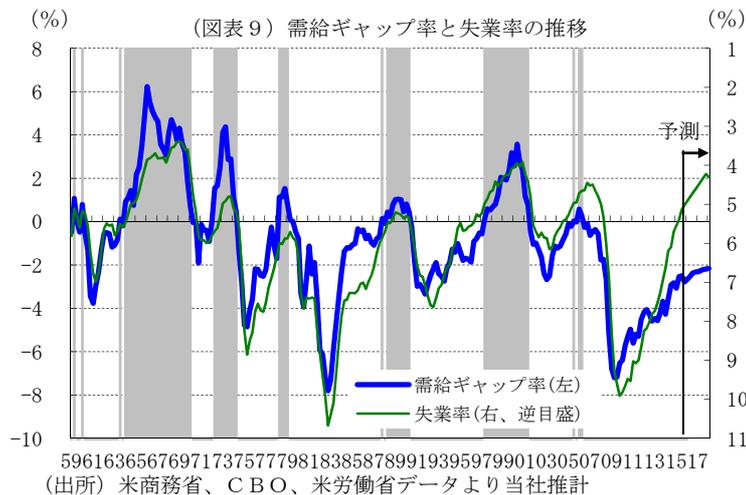
このようなもと、金融引き締めを受けた金利上昇や、金融政策の見通しの変化に伴う金融市場のボラティリティの高まり、ドル高が成長ペースを抑制する要因となろう（図表8）。一方で、雇用情勢の改善、賃金上昇による個人消費、住宅投資の拡大が見込まれる（図表9）。また、企業収益の改善や、日本、ユーロ圏経済の拡大に加えて、低迷していた新興国経済の持ち直しによる世界経済の成長ペースの緩やかな加速などを受け設備投資の増加が予想される。さらに、国防を含む政府支出の拡大が見込まれるうえ、16年11月の大統領・議会選挙関連の需要拡大を背景に、均せば前期比年率+2%台半ばの成長が予想される。

17年は、雇用情勢の改善、低い債務返済負担など良好な金融情勢等を背景に個人消費や住宅投資が緩やかに拡大する中で、世界経済の持ち直しによって、経済成長率は前年比+2.4%と小幅加速する公算が大きい。

(図表8) ドル実質実効レート推移



(図表9) 需給ギャップ率と失業率の推移



(注) ショート一部は需要が供給を上回っている期。

## 4. インフレは、競争環境等を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、エネルギーの下落によって、15年10-12月期に前年同月比+0.4%（7-9月期同+0.3%）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+1.4%（同+1.3%）と伸び率が抑制されている。さらに、サーベイベースのインフレ期待が小幅低下し、市場の期待インフレは原油価格の下落を受け低下している。

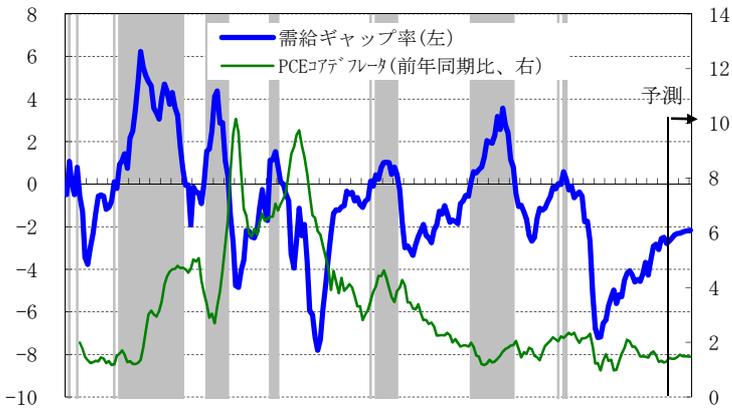
今後も、帰属家賃、医療費の上昇が続くと予想される一方で、財価格の下落も継続するとみられる。マイナスの需給ギャップが残存した状態が続くほか（図表10）、競争激化により価格転嫁率は低下した状況が続くと予想され、16、17年のPCEコアデフレーターは前年比+1.5%程度の上昇ペースにとどまると見込まれる。

なお、異常気象の頻発に伴って食料価格が高騰するリスクがある。しかし、このような外部

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。

要因による価格上昇は需要を抑制することから、コアインフレ率の抑制に働くだらう。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11）。

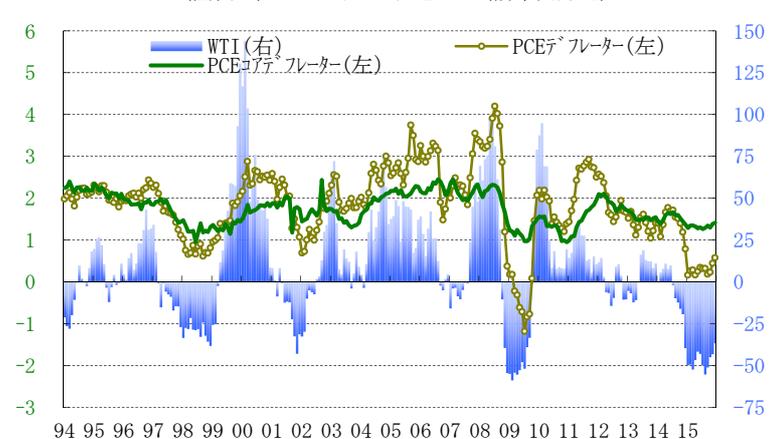
(%) (図表10) 需給ギャップ率とPCEコアデフレーター(前年同期比)の推移 (%) (%)



(出所) CBO、米商務省データより当社推計

(注) シェード部分は需要が供給を上回っている期。

(図表11) PCEデフレーターとWTI (前年同月比) (%) (%)



(出所) 米商務省、CME

## 5. 利上げは慎重なスタンスで実施する見込み

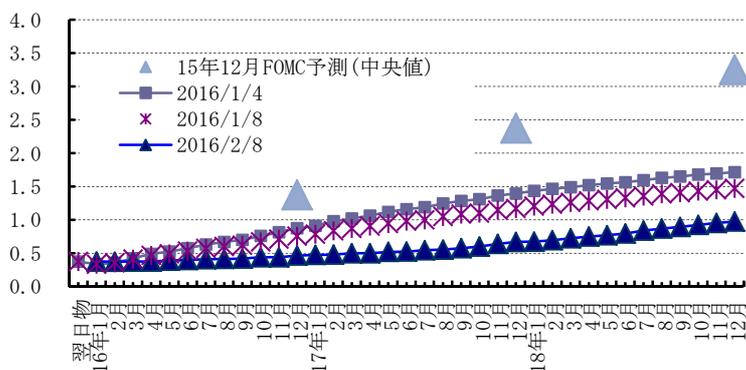
### FRBは慎重に利上げを決定

FRBは、15年12月に9年半ぶりに利上げを実施し、現在のFFレート(誘導目標レンジは0.25~0.50%)となっている。一方、保有するGSE(政府支援企業)債とMBS(住宅ローン担保証券)の償還元本をMBSに再投資するほか、米国債の償還資金を入札によって再投資することで、バランスシート(資産負債表)の水準を維持している。

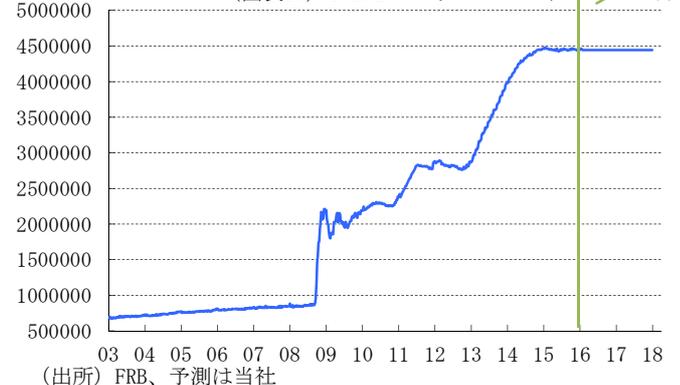
FRB(連邦準備制度理事会)は、緩やかな景気拡大や緩やかなインフレ率の上昇を背景に、FFレートの誘導目標レンジ(現在0.25%~0.50%)を16年に25bpずつ3回程度の慎重なペースで引き上げると予想される。17年は4回程度。FFレート誘導目標レンジの予測は、16年末1.125%、17年末2.125%となろう。ただし、FOMC参加者のFF金利予想とFF金利先物の織り込みには大きな乖離ができており、利上げペースの見方をめぐって、世界的に金融市場が不安定化するリスクがある(図表12)。また、新興国の一部では資金流出などによって経済が不安定化する可能性がある。これらが、米国経済・金融市場を不安定化させる場合には、FRBは様子見姿勢を取ると予想される。

一方、償還債券の再投資は中期的に継続されると予想される(図表13)。ただし、世界経済が加速し金融市場が安定していれば、17年に停止すると見込まれる。

(%) (図表12) FF金利先物イールドカーブとFOMC参加者の政策金利予想



(百万\$) (図表13) FRBのバランスシート 予測



(出所) FRB、予測は当社

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。

