

# アメリカ経済見通し

調査部

## 目 次

1. 景気の現状
2. 先行きを展望するうえでのポイント
  - (1) 住宅市場の持ち直しが個人消費を下支え
  - (2) 高まる製造業復活への期待
  - (3) 財政政策に対する先行き不透明感の残存
  - (4) 金融緩和策の行方
4. 2013～2014年のアメリカ経済見通し
5. リスク要因

## 要 約

1. アメリカ経済は、総じて回復基調を維持している。企業部門では、強制歳出削減の発動や海外景気の回復の遅れなどから、足許で製造業を中心にやや弱い動きがみられるものの、家計部門では、株価や住宅価格の上昇によるバランスシートや消費者マインドの改善を受け、個人消費が底堅く推移している。雇用面では、個人消費の底堅さや住宅市場の改善を背景に、緩やかな改善が続いている。
2. アメリカでは、2012年入り以降、住宅市場の持ち直しが明確化しており、今後は住宅価格の上昇や住宅着工・販売の持ち直しが、景気回復を後押しするという好循環が働き始めると期待される。住宅価格の上昇は、家計のバランスシートの改善や資産効果の面から、中・低所得者層への影響も大きく、幅広く個人消費の下支えに作用すると見込まれる。

加えて、近年、①労働コスト面での新興国の優位性の低下、②「シェール革命」によるエネルギーコストの低下、③開発・生産現場の近接化ニーズの高まり、などを背景に、アメリカの製造業に復活の兆しがみられる点も、中期的な景気押し上げ要因になるとみられる。

一方、財政政策に対する先行き不透明感は、依然として払拭されていない。連邦債務残高の上限引き上げ期限が今秋に迫るなか、民主・共和両党の協議が難航すれば、再び消費者・企業マインドの悪化を招き、個人消費や設備投資が下押しされる可能性がある。

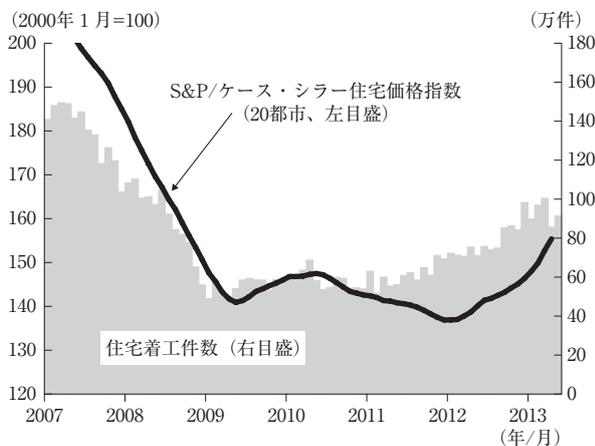
金融政策の行方についても、当面の景気動向を左右する要因として注視しておく必要がある。早ければ秋頃から、FRBの資産買入れの縮小が開始される可能性があるものの、雇用環境の改善テンポが緩やかにとどまること、インフレ率が低水準で推移していることなどから、FRBは、金融緩和スタンスを続けることに変わりはなく、バランスシート縮小や利上げは相当先との見方を強調し、長期金利の安定を図るとみられる。
3. 以上を踏まえ、2013～2014年のアメリカ経済を展望すると、緊縮策による個人消費の減速や海外景気の回復の遅れなどから、一時的に減速感が強まるものの、財政政策に対する不透明感が徐々に和らぐのに伴い、2013年末にかけて、2%台半ばの成長ペースに復する見込みである。2014年入り以降は、個人消費の増勢加速や海外景気の回復を受け、2%台後半へ成長ペースが加速していく見通しである。
4. 上記メインシナリオに対するリスクとしては、新興国景気の低迷長期化が想定される。内需の底堅さを踏まえれば、外需の低迷を主因にアメリカ経済が極端に下振れするリスクは小さいと考えられるものの、外需の落ち込みが設備投資や雇用環境の回復の遅れにつながる恐れがある。

## 1. 景気の現状

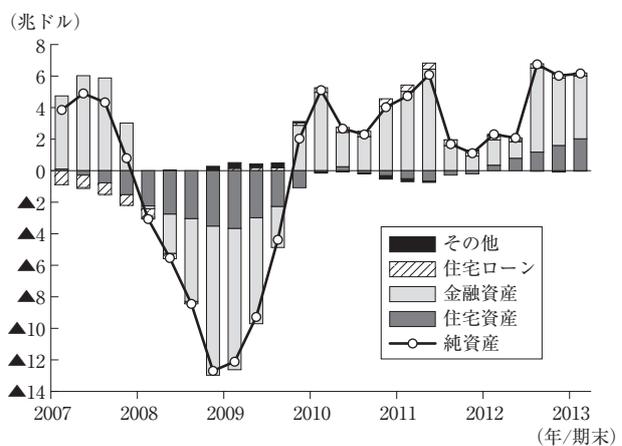
アメリカ経済は、総じて回復基調を維持している。

家計部門では、2013年初の給与税減税や富裕層向けブッシュ減税の打ち切りなどにより可処分所得の伸びが鈍化しているものの、株価や住宅価格の上昇を背景に、個人消費は底堅さを維持している。企業業績の改善や景気回復期待の高まりを受け、株価が堅調に推移しているほか、住宅市場でも、需給バランスの改善に伴い住宅価格の上昇や着工件数の持ち直しが明確化している。株価や住宅価格の上昇による家計のバランスシートや消費者マインドの改善が、所得環境の悪化を補い、個人消費の下支えに寄与している（図表1、2）。

（図表1）住宅価格と住宅着工件数

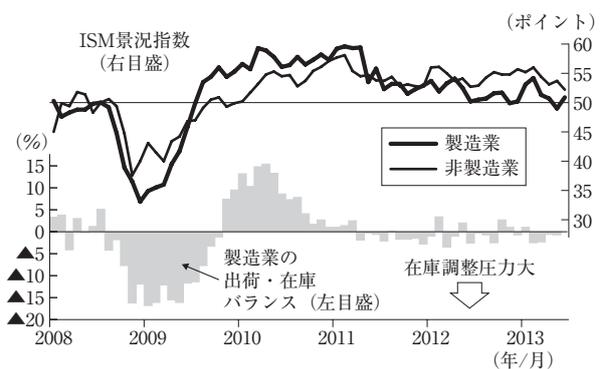


（図表2）家計部門の純資産変動要因（前年同月差）



一方、企業部門では、年初の「財政の崖」の回避を受け持ち直し傾向にあった企業マインドが、春先以降再び弱含んでいる（図表3）。とりわけ、製造業では、ISM製造業景況指数が業況判断の分かれ目となる「50」前後まで低下しており、強制歳出削減の発動をはじめとした財政政策への懸念や、新興国を中心とした海外景気の回復の遅れが、企業活動の下押しに作用していることがうかがえる。もっとも、製造業の出荷・在庫バランスをみると、在庫調整圧力に過度な高まりはみられず、景気が大幅に下振れするような状況にはない（前掲図表3）。

（図表3）企業マインドと製造業の出荷・在庫バランス



こうしたなか、雇用環境は緩やかな改善が続いている。非農業部門雇用者数は、足許で月20万人弱の伸びが定着しつつある。内訳をみると、財政緊縮が続く政府部門で減少が続いているほか、海外景気の

減速などから製造業の伸びが鈍化傾向にあるものの、ビジネスサービスが堅調に推移しているほか、個人消費の底堅さを背景に、卸・小売、レジャーなどが伸びをけん引している。加えて、住宅バブル崩壊のマイナス影響を強く受けていた建設・不動産・金融でも、緩やかながら増勢が加速し始めている（図表4）。

## 2. 先行きを展望するうえでのポイント

以上のように、アメリカ経済は回復基調が明確化している。先行きを展望しても、住宅市場の持ち直し等を背景に、景気の回復基調が一段と強まると期待される。加えて、

近年、アメリカの製造業に復活の兆しがみられる点も、中期的な景気押し上げ要因になるとみられる。一方で、依然として財政面への懸念がくすぶり続けているほか、FRBの資産買い入れ（QE3）の縮小が視野に入るなど金融面からの景気下支えの弱まりというマイナス影響も無視できない要因となつてこよう。

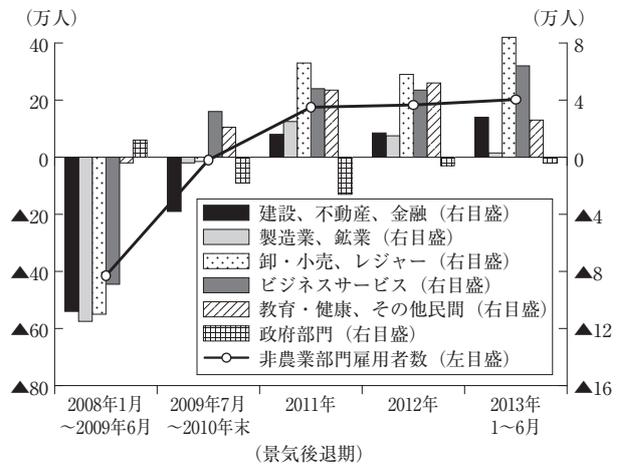
そこで以下では、アメリカ経済の先行きを展望するうえでポイントとなる、①住宅市場の持ち直し、②製造業の復活、③財政政策への懸念、④金融緩和策の行方、の4点について、詳しく検討したい。

### (1) 住宅市場の持ち直しが個人消費を下支え

住宅バブルの崩壊という未曾有のショックを経た今回の景気回復局面においては、住宅市場の低迷が景気回復の足かせとなってきた。もっとも、2012年入り以降、住宅市場の回復傾向が明確化しており、今後は住宅価格の上昇や住宅着工・販売の持ち直しが景気回復を後押しするという好循環が働き始めると期待される（図表5）。

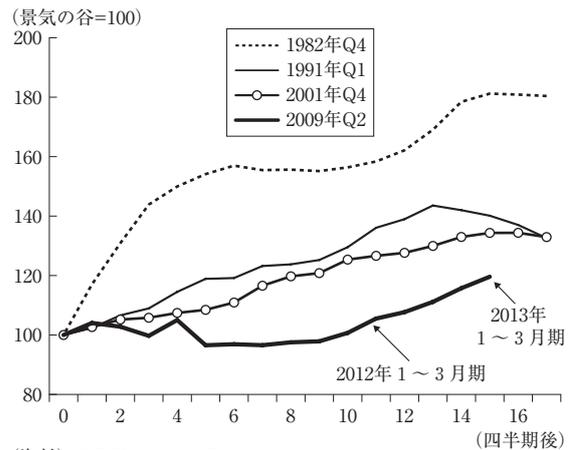
アメリカでは住宅バブル崩壊後、住宅価格が大幅に下落し、住宅の資産価値がローン残高を下回る、いわゆるアンダー・ウォーター物件と呼ばれる住宅が急増した。こうした物件の所有者は、担保不足により住宅ローンの借り換えが実質的に困難であったため、FRBの超低金利政策のもと歴史的な低水準で推移する住宅ローン金利の恩恵を受けられない状況におかれていた。もっとも、2012年入り後、住宅価格の上昇を背景にアンダー・ウォーター物件の減少が本格化しており、これにより低利の住宅ローンへの借り換えを通じた債務返済負担の軽

(図表4) 非農業部門雇用者数  
(月平均増減幅)



(資料) U.S. Bureau of Labor Statistics

(図表5) 景気拡大局面の実質住宅投資の回復スピード



(資料) U.S. Bureau of Economic Analysis

減が進み、家計のバランスシート調整が促進されたとみられる（図表6）。

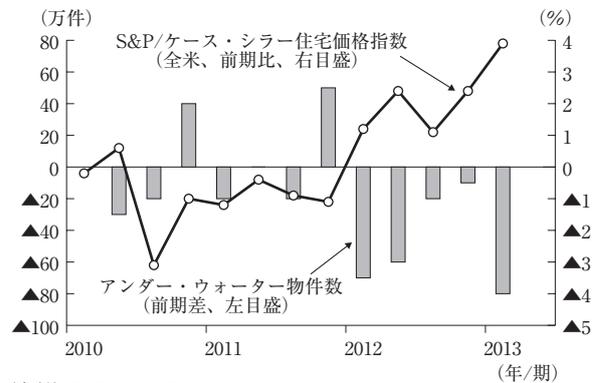
住宅価格の上昇は債務返済負担の軽減だけでなく、資産効果という点でも景気にプラスの影響を与えている。住宅と株式の保有世帯割合を所得階層別にみると、住宅は株式に比べ、保有世帯が幅広く分布している（図表7）。とりわけ、下位20%の低所得者層では、株式の保有割合が1割強にとどまるのに対し、4割弱の世帯が住宅を保有しており、その差が大きい。住宅価格の上昇による「資産効果」は、株価上昇の恩恵を受けづらい中・低所得者層への波及も期待でき、幅広く個人消費の下支えに作用すると見込まれる。

住宅市場の先行きを展望すると、雇用や所得の増加といった循環要因による改善のみならず、人口動態からみた追い風も期待できる。アメリカでは、1990年代以降、総人口が年250万人前後のペースで安定して増加するなか、20歳代半ばから30歳代の人口が減少に転じていた（図表8）。これは、ベビーブーマーの次の世代にあたる、いわゆる「ジェネレーションX」と呼ばれる相対的に人口規模の小さい世代が、同年代を占めていた影響が大きい。もっとも、今後は2010年代後半にかけて、ベビーブーマーの子供にあたる「ジェネレーションY」と呼ばれる世代が20歳代半ばから30歳代に達することから、同年代の人口増加ペースの加速が見込まれる。20歳代半ばから30歳代の世代は、新たな世帯形成の主役となる世代であり、住宅購入やそれに伴う耐久財消費の盛り上がりも期待される。

## (2) 高まる製造業復活への期待

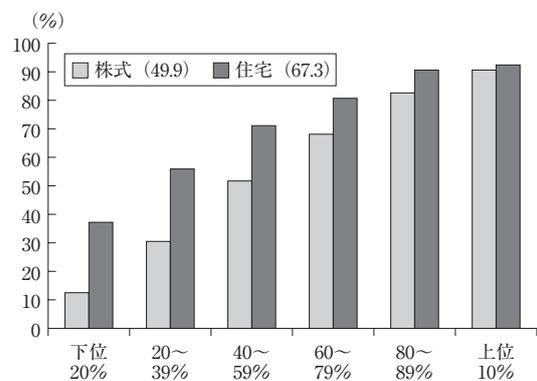
アメリカ経済の回復の背景には、住宅市場の持ち直しだけでなく、製造業の復活と、それによる成長期待の高まりという側面も見逃せない。近年、労働コストやエネルギーコストの低下、開発・生産現場の近接化ニーズの高まりなどを背景に、アメリカの製造業に復活の兆しがみられている。

（図表6）住宅価格とアンダー・ウォーター物件数



（資料）S&P, CoreLogic

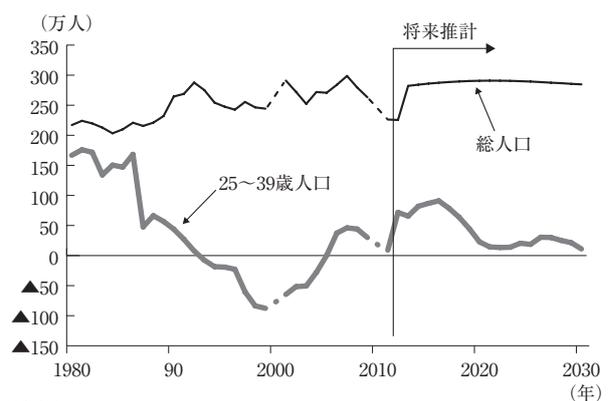
（図表7）所得階層別の株式・住宅保有世帯割合



（資料）FRB

（注）2010年調査。凡例のカッコ内は、全所得層平均。

（図表8）アメリカの人口（前年差）

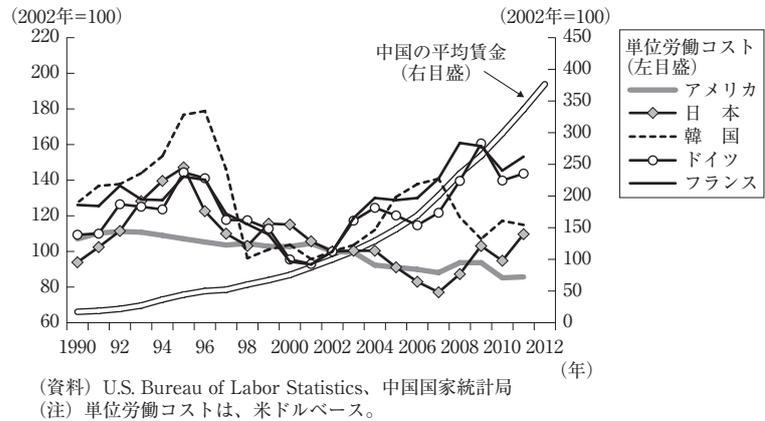


（資料）U.S. Census Bureau

（注）2000、2010年は国勢調査結果の反映等で値が連続しないため、線形補完。

まず、労働コストについてみると、2000年以降、主要国の単位労働コストが上昇に転じるなか、アメリカでは総じて低下傾向が続いている。一方、中国をはじめとした新興国では賃金の大幅な上昇が続いており、両者の労働コスト格差が縮小傾向にある（図表9）。原油価格の高止まりなどを背景に製品の最終消費地への輸送コストが引き続

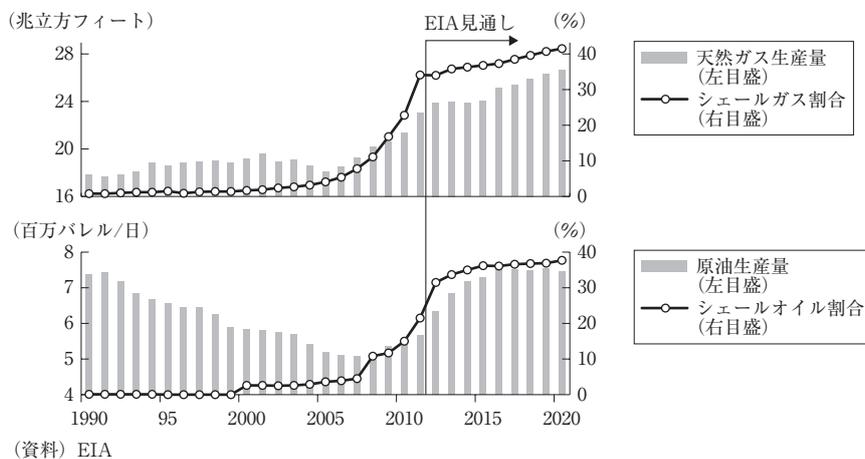
（図表9）主要国の単位労働コストと中国の平均賃金



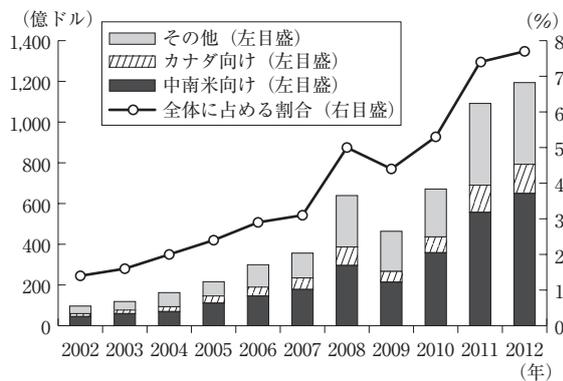
き大幅なコスト高要因となっていることなどを勘案すれば、労働集約度が相対的に低い業種を中心に、新興国のコスト面での優位性が急速に低下しつつあるといえる。

また、エネルギーコストは、「シェール革命」をきっかけに大きく低下している。アメリカでは、2000年代半ば以降、水圧破碎や水平坑井などの新たな掘削技術を利用した原油・天然ガスの生産が急増しており、先行きも増産が続くと見込まれている（図表10）。国内での原油や天然ガスの増産を受け、アメリカでは資源価格が総じて低下基調にあり、石油化学製品の原材料や、火力発電・工場用ボイラー燃料などで大幅なコスト抑制が期待できる。実際に、中南米向けを中心にアメリカの石油製品輸出が急増するなか（図表11）、大手化学メーカーが安価なシェールガスを原料に使う大規模な石油化学プラントのアメリカ内での新規建設を相次いで表明するなど、石油化学産業では製造拠点の国内回帰の動きがすでに顕在化している。ちなみに、「シェール革命」は、原油・天然ガスの輸入依存度の低下を通じて、貿易収支の改善に作用する。アメリカ・エネルギー省の原油・天然ガスの輸入量および価格見通しをもとに試算すると、2020年にかけて、原油の貿易赤字は足許のGDP比2%弱から同1.3%程度まで低下していくほか、天然ガスは小幅ながら黒字に転じる見込みである（図表12）。

（図表10）原油・天然ガス生産量と生産量に占めるシェールオイル・ガス割合

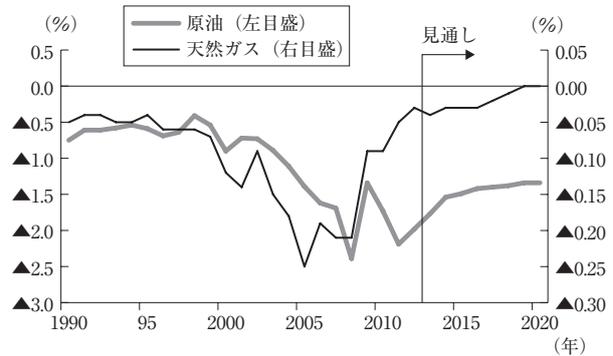


(図表11) アメリカの石油製品輸出



(資料) U.S. Census Bureau

(図表12) 原油・天然ガスの貿易収支 (GDP比)



(資料) EIA, U.S. Census Bureauをもとに日本総合研究所作成

さらに近年、一部製造業では、多様化する顧客ニーズへの対応から、研究開発と生産現場の近接化を志向する企業が増えている。多品種少量生産や製品ライフサイクルの短期化などが求められるなか、多様な社会で、かつ、人口が増え続けているアメリカへ生産拠点を移転する動きが台頭している。3Dプリンタをはじめとした技術革新や、アメリカの研究開発インフラの相対的な優位性、政府による製造業支援策なども、こうした動きを後押しするものと期待される。

### (3) 財政政策に対する先行き不透明感の残存

住宅市場の持ち直しや製造業の復活が、アメリカ景気の回復を後押しするとみられる一方、連邦債務残高の引き上げ期限が今秋に迫るなど、これまで幾度となく景気の下押し要因となってきた財政政策に対する先行き不透明感は、依然として払拭されていない。

アメリカの財政状況は、足許で改善傾向にある。2013年初の給与税減税および富裕層向けブッシュ減税の打ち切りや、3月の強制歳出削減の発動などといった政策対応のみならず、景気回復や株高による所得税・法人税収の増加、住宅市場の改善を受けた政府系住宅金融機関（ファニーメイ・フレディマック）から政府への配当金の増加なども加わり、財政収支は従来の見通しを上回るペースで改善が進んでいる。実際、アメリカ議会予算局（CBO）は5月に、足許の税収の増加や歳出削減の加速を踏まえ、2013会計年度（2012年10月～2013年9月）の財政赤字が、2月見通しに比べ大幅に縮小するとの見通しを公表した（図表13）。こうした財政収支の改善を踏まえ、当初7月末前後とみられていた債務上限引き上げの実質的な期限は、9～10月頃に先延ばしされている。長期的

(図表13) CBO財政見通しの修正幅  
(2013年2月見通し→5月見通し)

項目	(億ドル)	
	2013年度	2014～2023年度
歳入	1,052	954
所得税	691	1,432
法人税	400	306
社会保障税	▲7	▲416
その他	▲33	▲367
歳出	▲980	▲5,224
メディケア、メディケイド	▲63	▲1,613
社会保障	▲17	▲864
ファニーメイ・フレディマック	▲954	▲110
その他義務的支出	69	▲86
裁量的支出	▲1	▲618
利払い費	▲13	▲1,933
財政赤字減少額	2,032	6,178

(資料) CBOをもとに日本総合研究所作成  
(注) ファニーメイ・フレディマックからの配当収入の増加は、歳出減として計上される。

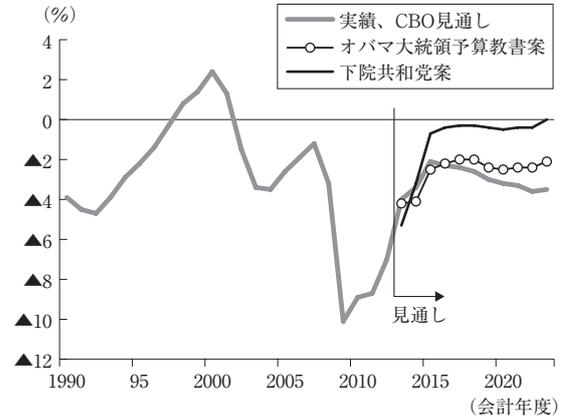
な財政赤字についても、CBOの見通しによると、所得税収の増加や医療・社会保障支出の抑制などを背景に、当初見通しに比べ縮小する姿が示されており、アメリカの財政状況に対する楽観的な見方が台頭している。

もっとも、足許の改善傾向を加味しても、2010年代半ば以降、財政赤字は拡大傾向に転じるとみられており、抜本的な財政再建策が必要なことに変わりはない（図表14）。にもかかわらず、歳出削減に加え増税による財政再建を主張するオバマ大統領・民主党と、オバマ大統領の医療保険改革（オバマケア）の撤回をはじめとした大幅な歳出削減と増税の回避を主張する共和党との意見の隔たりは依然として大きく、今春初めに両者がそれぞれ財政再建案を提示して以降、具体的な議論の進展はみられない。

こうした財政政策に対する先行き不透明感は、引き続き景気の重石になるとみられる。過去を振り返ると、財政政策への懸念が台頭するたびに消費者マインドは大きく低下してきた（図表15）。足許では、株価・住宅価格の上昇や景気回復期待の高まりなどから、消費者マインドは改善傾向にあるものの、今秋の債務上限の引き上げ期限が迫るなかで民主・共和両党の協議が難航すれば、再び消費者マインドの低下を招き、個人消費が大きく下押しされる可能性がある。

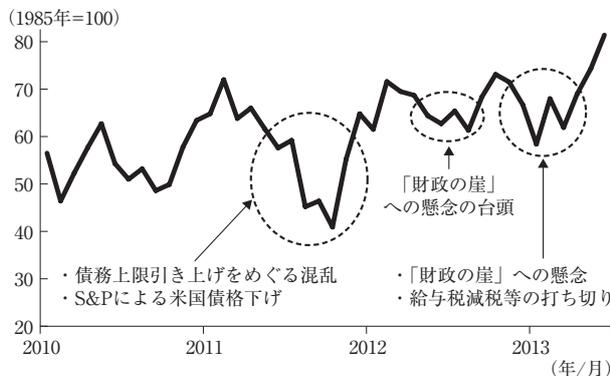
企業部門でも、財政政策に対する先行き不透明感が、投資姿勢慎重化の一因となっている。ニューヨーク連銀のアンケート調査によると、税制や規制が設備投資の下押し要因となっているとの回答が増加しており、2013年には、投資減税等により「押し上げに作用する」との回答を上回っている（図表16）。実際に、設備投資は依然としてキャッシュフローを下回る水準にとどまっており、豊富なキャッシュを

（図表14） 財政収支見通し（GDP比）



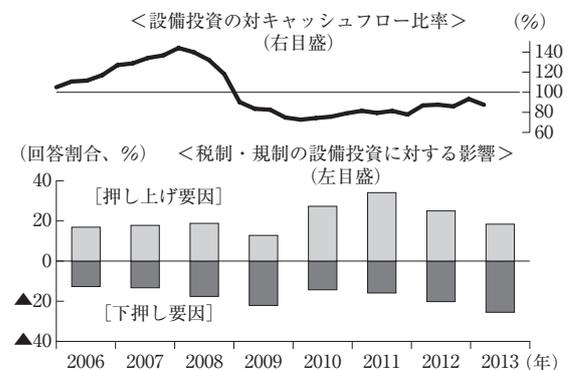
（資料）CBO、下院予算委員会  
（注）CBO、オバマ大統領予算教書案は2013年5月時点、下院共和党案は3月時点の見通し。

（図表15） 消費者マインドと財政政策への懸念



（資料）The Conference Board  
（注）消費者マインドは、カンファレンスボード消費者信頼感指数(総合指数)。

（図表16） 設備投資関連指標



（資料）Federal Reserve Bank of New York、U.S. Bureau of Economic Analysis

抱えながらも、企業は投資に対する慎重姿勢を崩していない。本年秋口にかけての財政協議の進展により、先行き不透明感は徐々に和らいでいくと見込まれるものの、足許の財政収支の改善を名分に、抜本的な財政再建策の策定が先送りされるとの見方も一部で浮上している。この場合には、財政政策に対する先行き不透明感が十分に払拭されず、企業の設備投資が長期にわたって伸び悩む恐れがあるだろう。

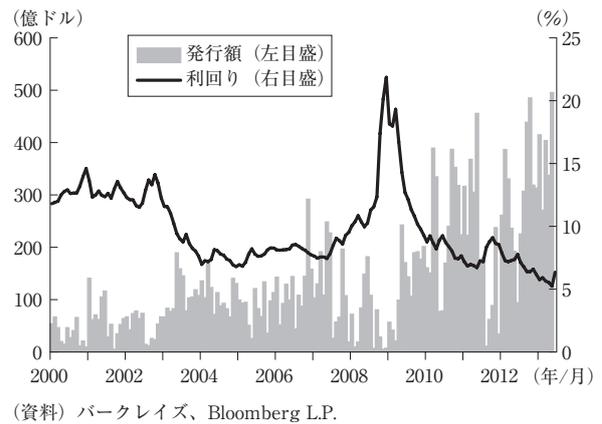
#### (4) 金融緩和策の行方

財政政策に加え、金融政策の行方についても、当面の景気動向を左右する要因として注視しておく必要がある。これまで、FRBの積極的な金融緩和策が景気の下支え役となってきたことを踏まえると、その行方が景気に与える影響を看過することはできない。

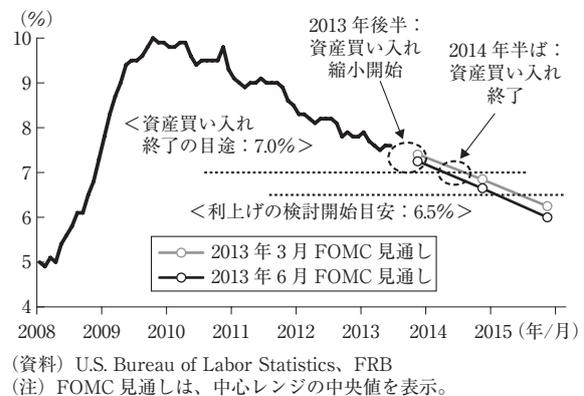
アメリカでは、2013年入り後、FRBの資産買い入れの早期縮小観測が台頭している。背景には、景気回復基調の強まりに加え、金融緩和策の長期化によって生じる投資家の過剰なリスクテイクに対する懸念がある。実際に、アメリカの社債市場では、高利回りの投資先を求める資金が大量に流入しており、その結果、ハイ・イールド債の発行額が増加傾向にあり、また、利回りが大幅に低下している（図表17）。こうしたなか、バーナンキ議長は6月18、19日に開催されたFOMC後の記者会見で、景気の回復がFRBの見通しに沿って進めば、年内に資産買い入れの縮小に着手し、2014年半ばに終了するという方針を表明した（図表18）。

先行き展望すると、アメリカ経済は緊縮策による個人消費の伸び悩みや海外景気の回復の遅れなどから、一時的に減速感が強まるとみられ、当面、雇用環境の改善テンポは緩やかにとどまる公算が大きい。加えて、ドル高による輸入物価の低下などを背景に、コアPCEデフレータの伸びが過去最低水準まで鈍化するなど、デイスインフレの傾向が続いている（図表19）。足許で生産者物価の鈍化傾向に歯止めがかかりつつあること、前年比ベースで原油価格が上昇に転

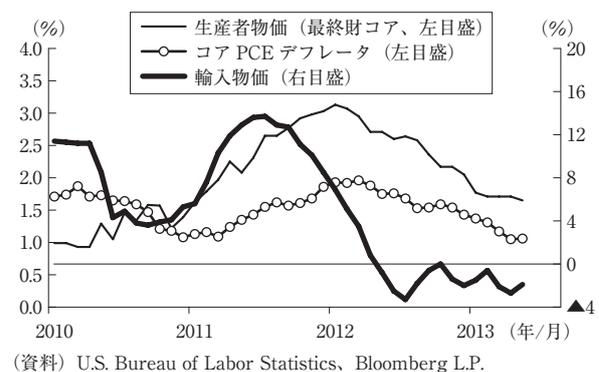
(図表17) ハイ・イールド債の発行額と利回り



(図表18) 失業率とFRBの金融緩和策



(図表19) PCEデフレータと生産者物価（前年比）



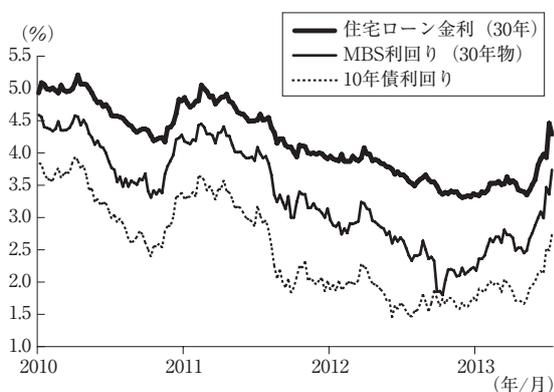
じるなどエネルギー面からの物価下押し圧力の緩和が見込まれることなどを踏まえると、一段のインフレ率低下は回避されるとみられるものの、失業率の低下ペースが緩慢にとどまると見込まれるなか、当面、賃金の伸びを起点とした物価上昇圧力の高まりも見込み難い状況にある。以上を踏まえると、資産買い入れの縮小が早ければ秋頃から開始されるにしても、FRBは、金融緩和スタンスを続けることに変わりはなく、バランスシート縮小や利上げは相当先との見方を強調し、長期金利の安定を図るとみられる。

なお、FRBの実質ゼロ金利政策の解除時期についても、資産買い入れの早期縮小観測が強まるなか、当初見込みよりも前倒しされ、2014年中にも利上げが開始されるのではとの見方が台頭している。もっとも、6月に上方修正されたFOMCメンバーの失業率見通しに基づけば、失業率が利上げ検討開始の目安とされる6.5%に達するのは、2015年前半であり（前掲図表19）、FOMCメンバーの利上げ開始時期の予想でも、依然として2015年との見方が大勢を占めている。むしろ、今後雇用環境の緩やかな回復に伴い労働市場退出者の市場への復帰が進み、労働参加率の低下ペースが緩和される、あるいは、上昇に転じる可能性があるため、失業率の改善ペースはFRBが見通している以上に緩やかにとどまる可能性がある。これらを踏まえると、利上げの開始は早くとも2015年以降となる見通しである。

FRBによるゼロ金利政策の見直しが2015年以降であり、また、FRBが資産買い入れを終了しても当面バランスシート縮小には着手しないと表明していることを踏まえると、2014年までは金融の緩和度合が弱まるだけで、景気へのマイナス影響は限られる見通しである。もっとも、足許で長期金利が上昇するなど、金融市場は先行きを織り込む形で反応しており、こうした経路からの景気下振れには注意が必要である。

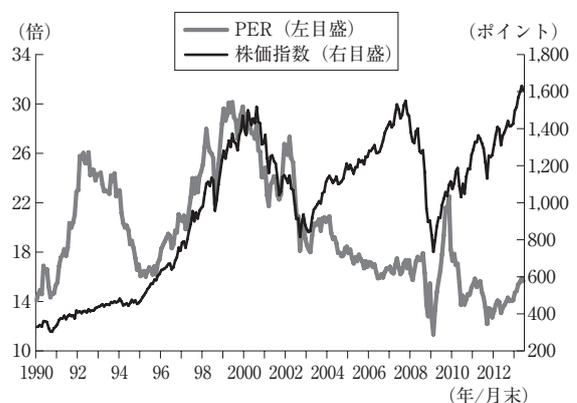
資産買い入れの縮小が金融市場に与える影響をみると、今春以降、MBS（住宅ローン担保証券）利回りや住宅ローン金利が大きく上昇しており、今後の買い入れ縮小にあたっては、改善の途に就いたばかりの住宅市場への配慮が課題となる（図表20）。一方、株式市場では、資産買い入れの縮小をきっかけとするリスク資産への資金流入鈍化懸念が、株価の下押し要因となっている。もっとも、株価収益率（PER）でみると現在の株価水準に割高感は乏しく（図表21）、先行きも企業業績の回復が予想されるこ

（図表20）10年債・MBS利回りと住宅ローン金利



（資料）Freddie Mac, Bloomberg L.P.

（図表21）S&P500種株価とPER



（資料）Bloomberg L.P.

となどから、株価の大幅な調整には至らず、景気への悪影響は回避される見込みである。

### 3. 2013～2014年のアメリカ経済見通し

以上を踏まえ、2013～2014年のアメリカ経済を展望すると、2013年秋にかけて、緊縮策による個人消費の減速や、海外景気の回復の遅れによる輸出の伸び悩みなどにより、一時的に減速感が強まる公算が大きい(図表22)。もっとも、住宅投資が引き続き堅調に推移するほか、バランスシート調整の進展や住宅市場の持ち直しを背景に、家計部門の底堅さが増しているため、景気の回復基調は崩れないとみられる(図表23)。

当面、労働市場の大幅な需給緩和を受けた賃金の伸び悩みが足かせとなるものの(図表24)、2013年末にかけては、財政政策に対する不透明感が徐々に和らぐのに伴い、2%台半ばの成長ペースに復する見込みである。2014年入り以降は、個人消費の増勢加速や設備投資の持ち直し、海外景気の回復による

(図表22) アメリカ経済成長率・物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

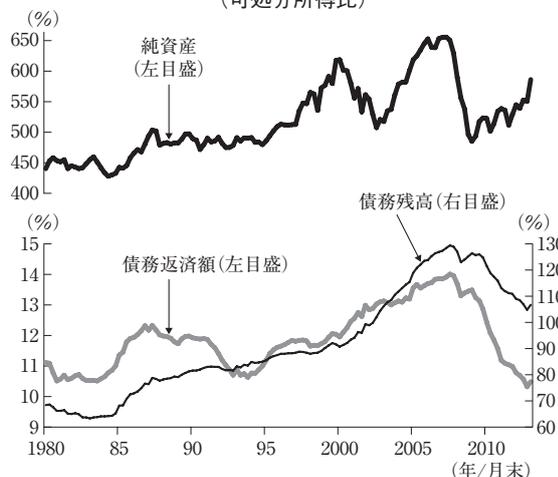
	2013年				2014年				2012年	2013年	2014年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	(実績)	(予測)	
実質GDP	1.1	1.7	2.1	2.5	2.6	2.8	2.7	2.9	2.8	1.5	2.6
個人消費	2.3	1.8	2.2	2.3	2.2	2.3	2.4	2.6	2.2	2.0	2.3
住宅投資	12.5	13.4	11.5	12.8	10.2	8.8	8.3	8.5	12.9	13.7	10.4
設備投資	▲4.6	4.6	6.3	7.0	7.5	7.9	7.0	7.2	7.3	3.0	7.1
在庫投資	0.9	0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	▲0.0	0.1
政府支出	▲4.2	▲0.4	▲3.5	▲2.0	▲1.2	▲0.5	▲0.7	▲0.7	▲1.0	▲2.5	▲1.4
純輸出	▲0.3	▲0.8	0.1	▲0.1	0.0	▲0.0	▲0.0	0.0	0.1	▲0.1	▲0.1
輸出	▲1.3	5.4	4.5	5.2	5.6	5.7	5.8	6.2	3.5	2.0	5.5
輸入	0.6	9.5	3.2	4.6	4.5	4.9	4.8	4.8	2.2	2.2	4.8
実質最終需要	0.2	1.3	2.1	2.4	2.5	2.8	2.7	2.9	2.6	1.5	2.5
消費者物価	1.7	1.4	1.7	1.8	1.9	1.9	1.8	1.9	2.1	1.6	1.9
除く食料・エネルギー	1.9	1.7	1.8	2.0	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1	1.8	2.1

→予測

(資料) U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Bureau of Labor Statistics

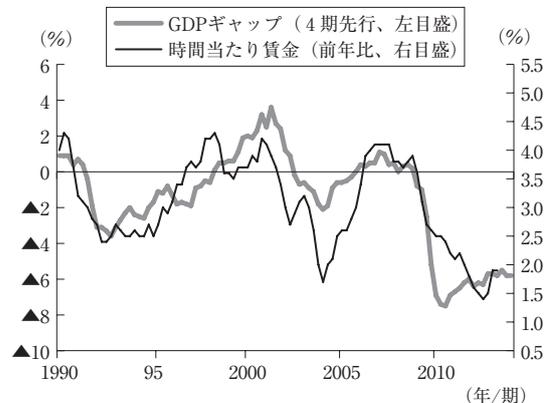
(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年(同期)比。

(図表23) 家計の純資産と債務残高、債務返済負担(可処分所得比)



(資料) FRB, U.S. Bureau of Economic Analysis

(図表24) 時間当たり賃金とGDPギャップ



(資料) U.S. Bureau of Labor Statistics, CBO

輸出の増加などから、2%台後半へ成長ベースが加速していく見通しである。なお、政府支出については、前期比でみた減少幅は徐々に縮小していくものの、歳出削減圧力が続くなか、2014年末にかけても前期比マイナスでの推移が続くと見込んでいる。

物価面では、大幅な需給ギャップのマイナスが続くもとで、当面、賃金・物価への下押し圧力が持続する見込みである。一方、個人消費を中心に内需が底堅く推移するほか、原油価格下落の影響が一巡し始めていることなどから、2013年末以降、インフレ率は前年比+2%前後の水準で推移する見通しである。

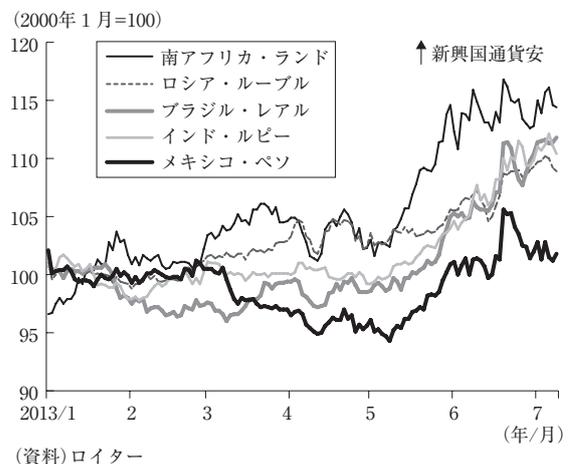
#### 4. リスク要因

以上のメインシナリオに対し留意すべき景気の下振れリスクとして、新興国景気の低迷長期化を指摘しておきたい。

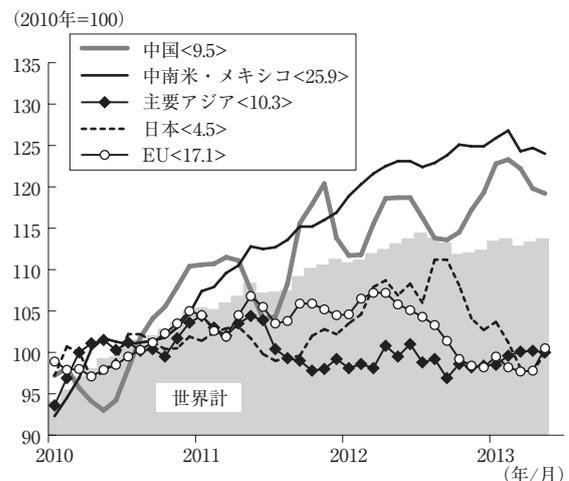
ブラジルやインドでは、インフレ圧力の強まりが景気回復の足かせとなり、景気低迷が続いている。こうしたなか、FRBの量的緩和縮小による世界的な流動性縮小懸念や、アメリカ金利の上昇を受けた高金利通貨の相対的な魅力の低下などを背景に、足許で新興国通貨が大幅に下落しており、ブラジルやインドでは、通貨安による輸入物価の大幅な上昇を通じてインフレが加速するとの懸念が強まっている(図表25)。この場合、金融政策の自由度が奪われ、景気低迷下にもかかわらず、インフレ抑制に向けた利上げを余儀なくされ、景気が一段と下押しされるといふ悪循環に陥るリスクがある。また、中国では、過剰生産能力への警戒感を背景とした政府の投資抑制スタンスが景気の重石となっており、先行きもそうしたスタンスが緩和されなければ、景気減速が長期化する恐れがある。

こうした状況下、足許でアメリカの中南米や中国向け輸出が弱含み傾向にあり、新興国景気の減速が長期化し、輸出の伸び悩みが続けば、企業部門の回復に水を差す可能性がある(図表26)。第2章でみたように、住宅市場の持ち直しによる個人消費の押し上げや、製造業を取り巻く環境の改善などから、内需が底堅く推移すると見込まれる

(図表25) 主要新興国通貨の対ドルレート



(図表26) アメリカの地域別実質輸出  
(季調値、3カ月移動平均)



---

なか、外需の低迷を主因にアメリカ経済が極端に下振れするリスクは小さい。しかしながら、企業の投資や雇用に対する姿勢には依然として慎重さが残っている現状を踏まえると、外需の落ち込みが設備投資や雇用環境の回復の遅れにつながる可能性があるだろう。

副主任研究員 藤山 光雄

(2013. 7. 10)