

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) 住宅市場の行方
 - (2) 企業の成長期待と設備投資
 - (3) 個人消費と賃金の伸び
 - (4) 出口戦略を模索するFRB
3. 2014～2015年のアメリカ経済見通し
4. リスク要因

要 約

1. アメリカ経済は、総じて回復傾向が続いている。ただし、2013年半ば以降、住宅市場の回復が足踏み状態にあるほか、個人消費・設備投資ともに過去の景気回復局面と比べ力強さを欠く状況にある。
2. その要因を探ったうえで先行きを展望すると、住宅市場の本格回復や持続的な消費の拡大に向けては、賃金の増勢加速が不可欠といえる。近年の賃金の伸び悩みは、高水準で推移する長期失業者やパートタイム従事者など、「雇用の質」の改善の遅れが主因となっている。「雇用の質」の改善には、雇用のミスマッチの解消に向けた支援策を拡充すると同時に、景気や財政政策への先行き不透明感の高まりに起因した企業の採用に対する慎重姿勢が和らぐ必要がある。設備投資についても、先行き不透明感の高まりが企業の供給力拡大に向けた投資に対する慎重姿勢を招いており、その払拭が求められる。ただし、足許で企業の成長期待が高まる兆しがみられており、企業の採用・投資意欲は、緩やかながらも徐々に改善に向かうと見込まれる。

こうしたなか、FRBは出口戦略を模索するものの、ディスインフレへの懸念が根強く残るなか、利上げの開始は2015年半ば以降となる見通しである。
3. 以上を踏まえ、2014～2015年のアメリカ経済を展望すると、個人消費の増勢加速や設備投資の回復などから、成長ペースは徐々に加速すると見込まれる。ただし、賃金の伸び悩みが景気の重石となり、2015年初めにかけては3%を下回る成長ペースにとどまると予想される。その後は、「雇用の質」の改善が徐々に進み、賃金の伸びが明確化するなか、個人消費の増勢が一段と加速し、3%を上回る成長となる見通しである。
4. 上記メインシナリオに対するリスクとしては、新興国景気の下振れと地政学リスクの高まりが想定される。新興国景気の下振れは同地域向け輸出の腰折れにつながる恐れがある。また、ウクライナをめぐる欧米とロシアの対立の深刻化や、イラク・リビアの政情不安の長期化などが原油価格の大幅な上昇を招き、アメリカ景気回復の重石となるリスクがある。

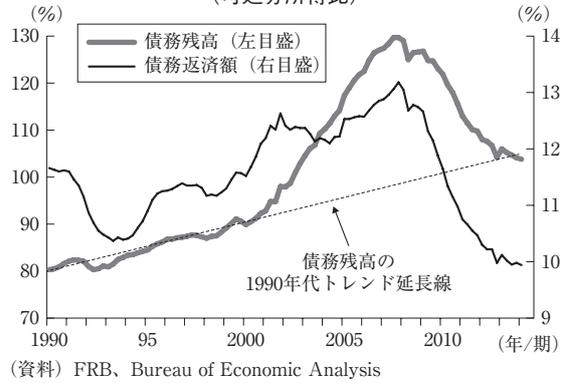
1. 景気の現状

アメリカ経済は、回復傾向が続いている。2013年末から2014年初めにかけての厳しい寒波の影響を主因に、2014年1～3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲2.9%と大幅なマイナスとなったものの、春先以降、家計の消費行動や企業の生産活動に持ち直しの動きがみられている。

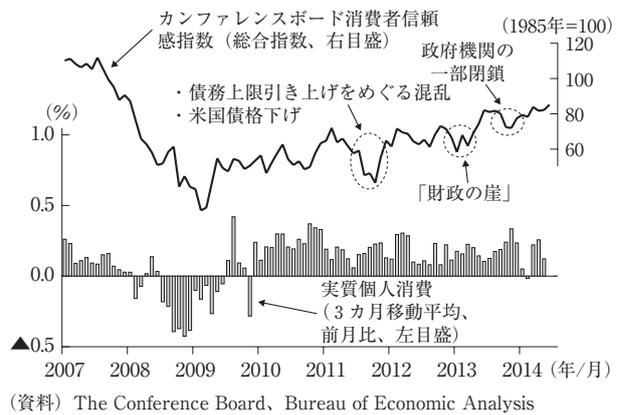
家計部門では、住宅バブル崩壊後、家計の消費活動の重石となってきたバランスシート調整が、着実に進展してきた。2013年末には、家計債務残高の対可処分所得比が、1990年代の緩やかな上昇トレンドを下回る水準まで低下するなど、家計部門の過剰債務削減圧力はおおむね一巡しつつある（図表1）。また、共和党保守派の硬直的な姿勢により、2013年秋にかけてアメリカ国債の発行停止懸念の高まりや政府機関の一部閉鎖などが消費者マインドの悪化を招いてきた。もっとも、そうした姿勢が国民の支持を失うなか、一転して2015年度までの予算案について議会で合意が得られるなど、財政政策をめぐる先行き不透明感が大きく後退しており、消費者マインドも改善の動きが続いている（図表2）。個人消費は、寒波の影響などから冬場に一時弱含んだものの、こうしたバランスシート調整の進展や消費者マインドの改善を背景に、総じて底堅く推移している。

企業部門では、2014年初めにかけて、厳しい寒波が企業活動の下押しに作用したほか、2013年末以降、新興国景気の減速などから輸出にやや伸び悩みがみられている。もっとも、内需の底堅さが企業活動の下支えとなり、春先以降、企業マインドの回復傾向が鮮明となっている（図表3）。とりわけ、相対的に内需の動向に左右されやすい中小企業のマインドは、足許で2007年9月以来の水準まで上昇している。

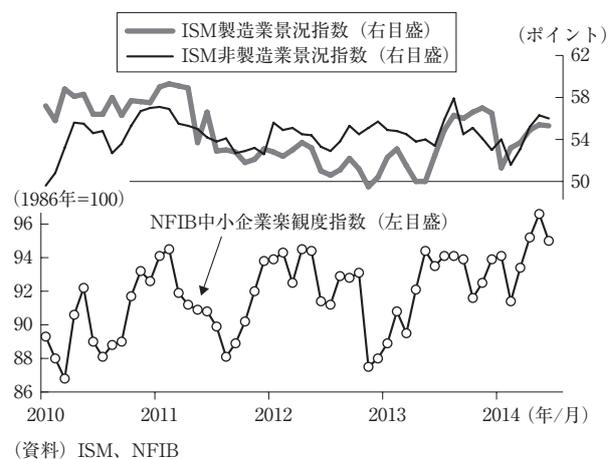
(図表1) 家計の債務残高と債務返済額 (可処分所得比)



(図表2) 消費者マインドと個人消費



(図表3) 企業マインド



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傾向が続いているものの、今後成長ベースが加速するには、なお課題も多い。

まず、2011年半ばから景気の後導役を果たしてきた住宅市場は、寒波の影響一巡により大幅な落ち込みに歯止めがかかったものの、依然として2013年半ば以降の弱含みから抜け出せない状況にある。また、足許で設備投資の増勢が鈍化しているほか、個人消費も過去の景気回復局面と比べ、著しく力強さを欠く状況にある（図表4）。

以下では、今後のアメリカ経済の成長ベース加速を左右するポイントとなる、①住宅市場、②個人消費と賃金の伸び、③設備投資、について詳しく検討する。そのうえで、量的緩和の縮小（テーパリング）を進めているFRBの金融政策の行方について言及したい。

(1) 住宅市場の行方

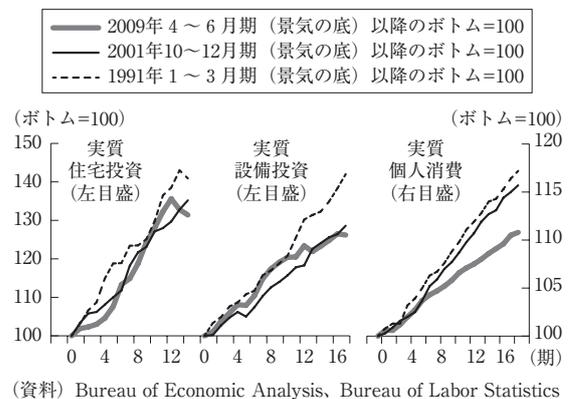
住宅市場では、FRBの量的緩和縮小観測の強まりを契機に住宅ローン金利が大きく上昇した2013年半ば以降、足踏み状態が続いている。2013年半ばの住宅ローン金利の大幅な上昇は、住宅購入者の金利負担感の急速な高まりを招き、住宅市場の回復に急ブレーキがかかる主因となった。もっとも、住宅ローン金利の上昇は2013年夏場をピークに一服し、2014年入り後は、むしろ緩やかな低下傾向にある。また、FRBの超低金利政策が続くなか、リーマン・ショック前に比べると依然として極めて低水準にとどまっている（図表5）。

そうした状況下での住宅市場の低迷長期化は、住宅ローン金利の上昇以外による影響も大きいと推測される。

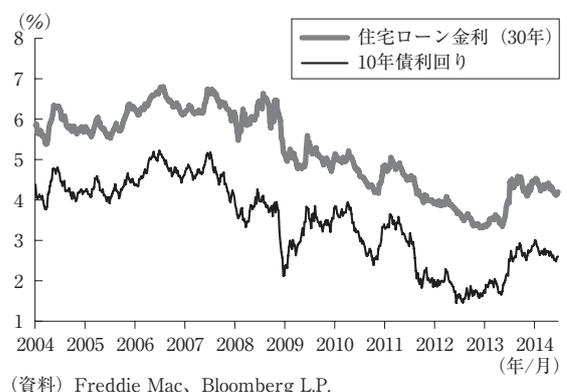
具体的には、①住宅建設業者の人手不足、②住宅在庫不足、③住宅価格の割高感の強まり、④金融機関による住宅ローン貸出態度の厳格化、が指摘できる。ここでは、これら4点の足許の状況および先行きについてみてみたい。

まず、住宅建設業者の人手不足感をみるために、建設業の求人動向や賃金の動きを確認すると、2013年秋以降、求人率が大きく上昇したほか、時間当たり賃金の伸びが著しく、建設業従事者の労働需給が逼迫したことが示唆される（図表6）。もっとも、2014年入り後は、求人率の上昇や時間当たり賃金の

（図表4）景気局面別の住宅投資・設備投資・個人消費



（図表5）住宅ローン金利と10年債利回り



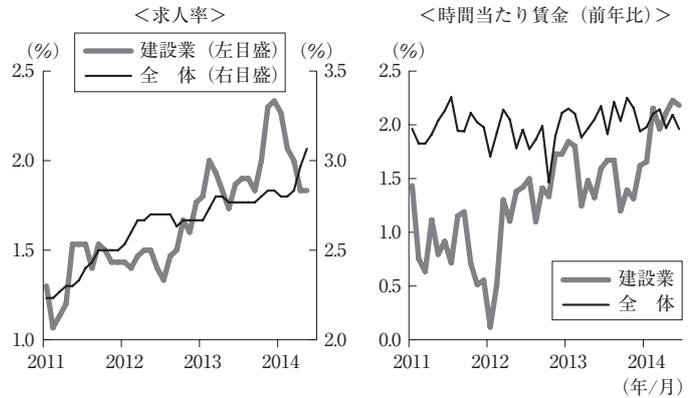
伸び加速に一服感がみられており、人手不足は足許では緩和に向かい始めていると判断される。

次に、在庫不足については、新築・中古住宅ともに、2009年初めをピークに在庫率が大きく低下した（図表7）。2013年初めには、住宅バブル期のピークと同水準まで低下しており、在庫不足感が急速に高まったことがうかがえる。もっとも、足許では、緩やかながら上昇傾向にあり、在庫不足に緩和の兆しがみられている。

一方、住宅価格の割高感については、世帯収入対比の住宅価格をみると、2012年前後から上昇が続いており、割高感が強まる方向にある（図表8）。とりわけ、新築住宅では足許で住宅バブル期のピークと同程度の水準にあり、所得面からみた割高感が無視できない状況にある。在庫不足の緩和などから、先行き住宅価格の上昇ペースは徐々に鈍化していくと見込まれるものの、所得の伸びが緩慢にとどまるなか、割高感の払拭は当面期待し難い状況にある。

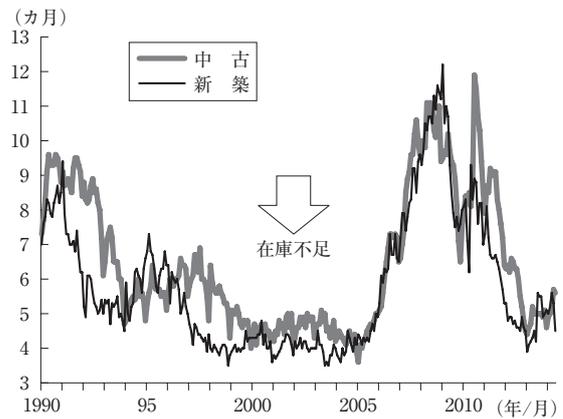
最後に、金融機関による住宅ローン貸出態度の厳格化については、2014年1月に導入された、借り手の返済能力に関する審査の強化を主眼とした新たな住宅ローン規制の影響が大きい。金融機関の住宅ローン貸出態度は、2013年末にかけて緩和傾向にあ

（図表6）建設業の求人率と時間当たり賃金



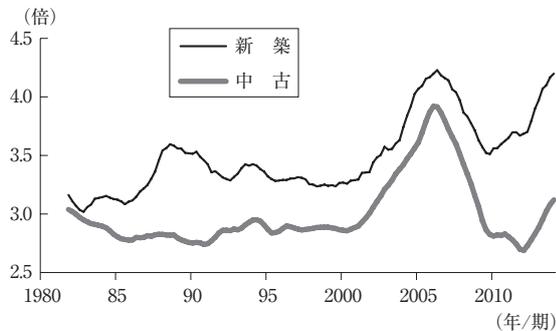
（資料）Bureau of Labor Statistics
（注）求人率は、雇用者数と求人件数の合計に占める求人件数の割合（3カ月移動平均）。

（図表7）住宅在庫率



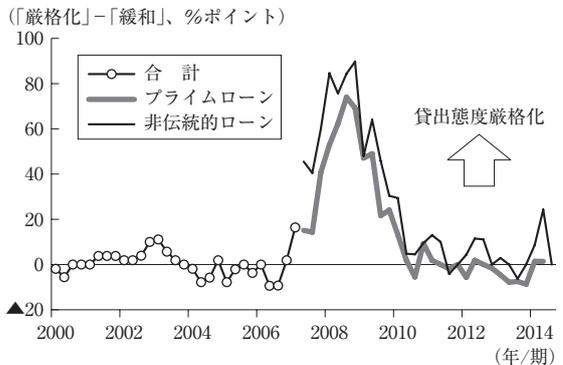
（資料）U.S. Census Bureau, NAR

（図表8）世帯収入対比でみた一戸建て住宅価格



（資料）NAR, U.S. Census Bureauをもとに日本総合研究所作成
（注）U.S. Census Bureauの一戸建て新築住宅価格、NARの一戸建て中古住宅価格および世帯収入（いずれも中央値、後方4期移動平均）を用いて算出。

（図表9）金融機関の住宅ローン貸出態度DI



（資料）FRB
（注）2007年4～6月期より、調査対象がプライムローン、非伝統的ローン、サブプライムローンに細分化。

ったものの、足許で厳格化に転じており、住宅ローン利用者に対する資金調達面からの下押し圧力が増している（図表9）。

以上を踏まえ、住宅市場の先行きを展望すると、人手不足や在庫不足といった供給サイドの問題は徐々に解消に向かうと予想される。一方、住宅価格の割高感の払拭や金融機関の住宅ローン貸出態度の緩和といった需要サイドの改善には、消費者の所得環境の改善が不可欠であり、住宅市場の本格的な回復にはなお時間を要する見込みである。

(2) 個人消費と賃金の伸び

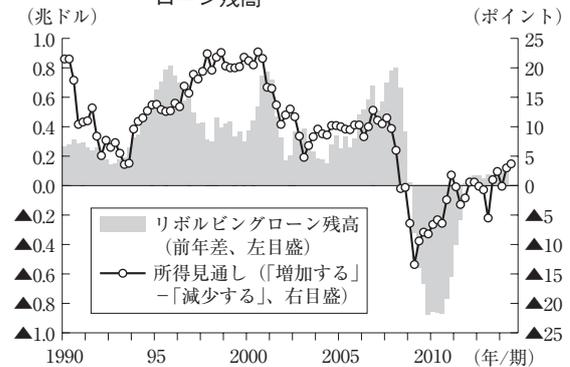
住宅市場が本格回復に向かうかどうかのカギを握る所得環境の行方は、当然ながら個人消費の先行きも大きく左右することになる。

まず、家計を取り巻く環境をみると、リーマン・ショック以降、大きく低下した消費者の所得見通しは改善傾向にあるものの、依然として「先行きの増加予想」と「先行きの減少予想」の割合が拮抗している。これを映じ、クレジットカードを中心としたリボルビングローン残高の伸び悩みが続くなど、借入れを伴う消費に対する消費者の慎重姿勢に、大きな変化はみられていない（図表10）。

こうした慎重姿勢にもかかわらず、アメリカの個人消費支出は、財政政策をめぐる混乱や寒波による影響などに左右されながらも底堅く推移してきた。これは、住宅価格や株価の上昇を背景とした資産効果に依るところが大きい。実際、2012年入り以降、株価や住宅価格の上昇を受け、家計部門の可処分所得に対する純資産の比率が大きく上昇しており、それに伴い貯蓄率は総じて低下傾向にある（図表11）。もっとも、先行き、FRBが金融緩和策の是正に着手していくとみられるなか、いつまでも株価や住宅価格の上昇に依存できるわけではなく、持続的な消費の拡大には、やはり所得の増加、すなわち賃金の増勢加速が不可欠となってこよう。

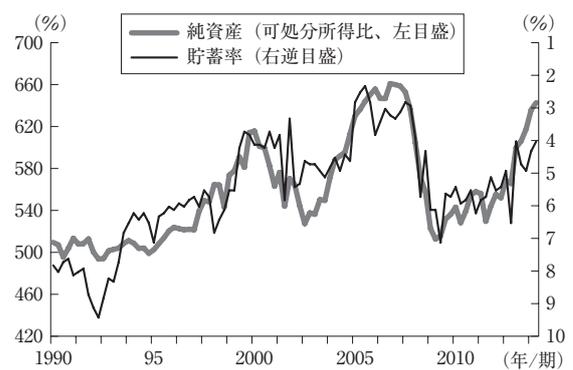
そこで、労働市場に目を向けると、失業率の低下が続くなか、中小企業で賃上げの動きが広がるなど、一部で賃金の増勢加速を示唆する明るい兆しが出始めている（図表12）。もっとも、全体としてみれば、賃金の上昇ペースは依然として緩慢である。労働市場では、失業率こそ低下しているものの、①27週以

(図表10) 消費者の所得見通しとリボルビング・ローン残高



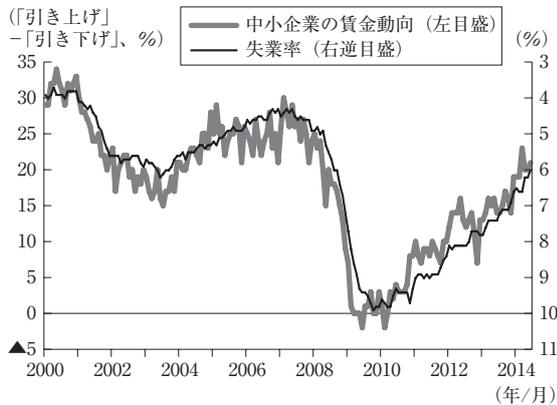
(資料) FRB、The Conference Board
(注) 所得見通しは、6カ月前見通し。

(図表11) 家計部門の純資産と貯蓄率



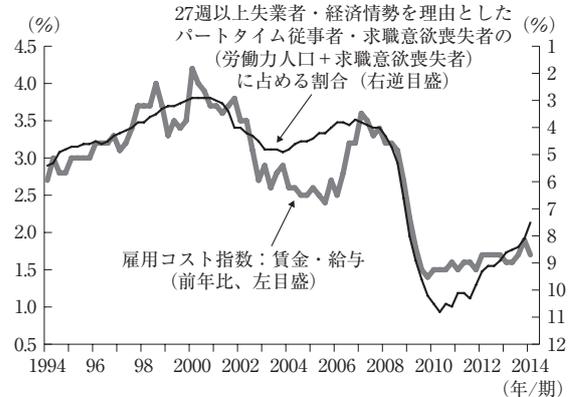
(資料) FRB、Bureau of Economic Analysis

(図表12) 失業率と中小企業の賃金動向



(資料) NFIB, Bureau of Labor Statistics

(図表13) 賃金の伸びと長期失業者・パートタイム従事者・求職意欲喪失者



(資料) Bureau of Labor Statistics

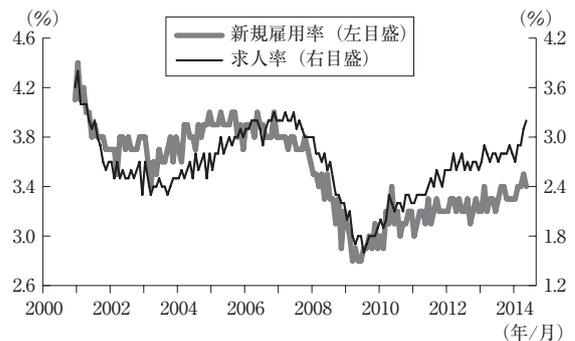
(注) 求職意欲喪失者は、就業を希望するものの、景気低迷などを理由に希望する職が見つからず、職探しを諦めた人(非労働力人口に分類)。

上失業状態にある長期失業者、②経済情勢を理由にやむを得ずパートタイムに従事する人々、③就業を希望するものの、景気低迷などを理由に希望する職が見つからず、労働市場から退出した求職意欲喪失者、などが高水準で推移しており、「雇用の質」に顕著な改善はみられていない。こうした「雇用の質」の改善の遅れは、失業率が示す以上に労働需給が緩和していることを示唆しており、賃金の伸びを抑制している公算が大きい(図表13)。こうした「雇用の質」が改善しなければ、所得増・消費増の好循環に至るのは難しいだろう。

「雇用の質」の改善に向けては、以下の2点の取り組みが必要といえる。

第1に、雇用のミスマッチの改善である。企業の求人・採用動向をみると、求人率(欠員率)の回復に比べ新規雇用率の回復が小幅にとどまっており、企業の採用意欲の高まりが実際の採用に結びついていない状況にある(図表14)。この一因として、企業の求める人材と失業者の保有スキル間に乖離が生じる「雇用のミスマッチ」が指摘できる。欠員率と失業率の関係をみると、短期失業者については、前回の景気回復局面と大きな違いはみられないものの、長期失業者(27週以上失業者)については、欠員率の上昇に比べ失業率の低下が緩慢にとどまっており、失業期間の長期化による保有スキルの低下が、雇用のミスマッチを招いていることを示唆している(図表15)。

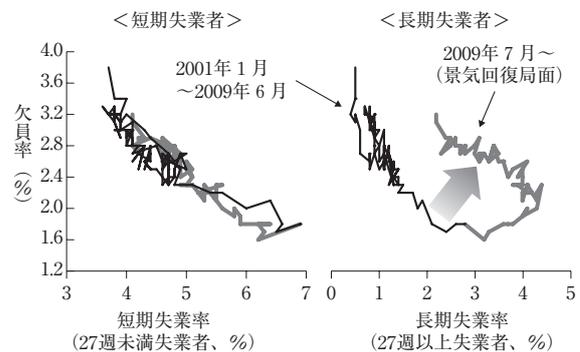
(図表14) 求人率と新規雇用率



(資料) Bureau of Labor Statistics

(注) 求人率は雇用者数と求人件数の合計に占める求人件数の割合、新規雇用率は雇用者数に占める新規雇用者数の割合。

(図表15) ベバレッジ曲線



(資料) Bureau of Labor Statistics

(注) 右下がりの曲線を描くベバレッジ曲線が、右上方へシフトすると、雇用のミスマッチ拡大を示唆。

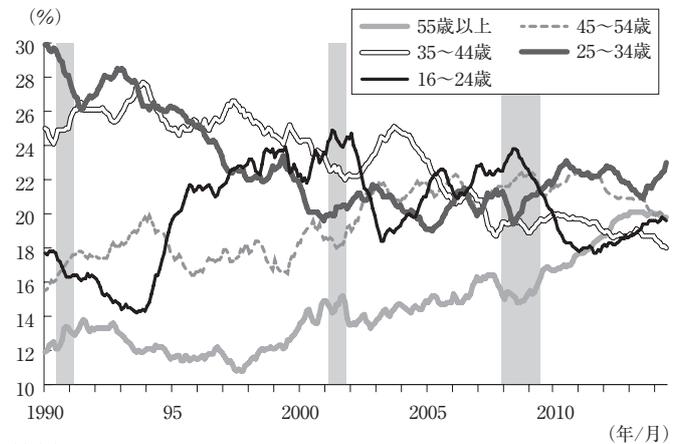
ちなみに、長期失業者を年齢層別にみると、リーマン・ショック以降、高年齢層（55歳以上）の占める割合が大きく上昇している（図表16）。相対的に高いスキルを有すると考えられる高年齢層が長期間失業状態にあるのは、そのスキルに対するニーズが減少していることを意味しており、高年齢層は再就職に向け新たなスキルを習得する必要に迫られているといえる。こうした状況下、長期失業者のなかでも、とりわけ高年齢の失業者が新たな職を得るのは困難と予想され、先行き労働市場からの退出が進む可能性がある。

長期失業者の労働市場からの退出は、労働力人口の減少を通じて、潜在成長率の低下を招くことになる。雇用のミスマッチや長期失業者の高齢化を踏まえると、長期失業者の就労を促すためには、失業保険給付などの金銭的な支援以上に、職業訓練などによる保有スキルの向上や新たなスキルの獲得に焦点を当てた支援の重要性が増している。加えて、高年齢層に焦点を当てた対策も急務といえる。

第2に、企業の先行き不透明感の払拭である。職を得ている人のなかでも、経済情勢を理由としたパートタイム従事者が高止まりしており、とりわけ、フルタイムの職を希望しながらも適当な職が見つからず、やむを得ずパートタイムに従事する人の割合は、依然として低下の気配がみられない（図表17）。リーマン・ショック以降、景気や財政政策に対する先行き不透明感が強まるなか、企業は内部留保を積み増す一方、雇用者報酬を抑制してきた（図表18）。フルタイム労働者の採用の増加、ひいては賃金の増勢加速には、こうした企業の慎重姿勢が改まるかどうかがかぎとなる。

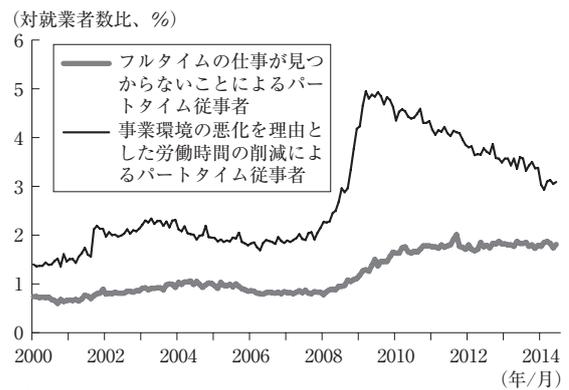
次節で述べる通り、企業の景気や財政政策に対する先行き不透明感は、足許で薄らぐ方向にある。

（図表16）27週以上失業者の年齢層別割合
（12カ月移動平均）



（資料） Bureau of Labor Statistics
（注） シャドー部分は景気後退期。

（図表17）経済情勢を理由としたパートタイム従事者



（資料） Bureau of Labor Statistics
（注） 週労働時間が35時間を下回るとパートタイム従事者とみなされる。

（図表18）法人企業総付加価値に占める
雇用者報酬、内部留保の割合



（資料） Bureau of Economic Analysis

もっとも、高水準で推移する長期失業者が早期にリーマン・ショック前の水準まで減少することは想定し難いほか、経済情勢を理由に労働市場から退出していた失業者（求職意欲喪失者）が、今後の景気回復に伴い徐々に労働市場へ復帰していくと見込まれるため、当面、労働市場の需給の改善は緩慢にとどまる見込みである。このため、雇用の質が改善し、賃金の上昇基調が明確化するのには、早くとも2015年入り以降となる見通しである。

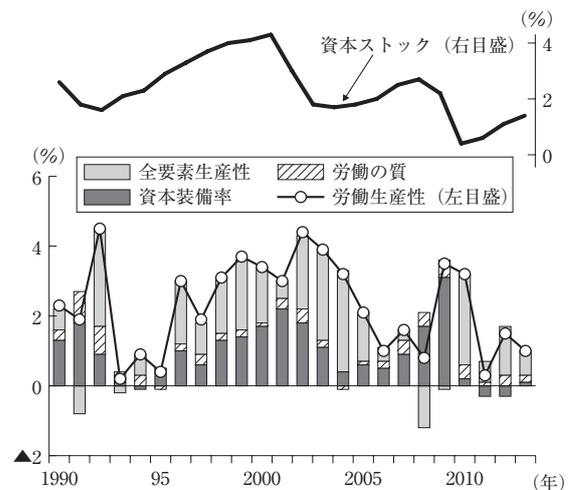
(3) 企業の成長期待と設備投資

景気や財政政策に対する先行き不透明感の高まりを受けた企業の慎重姿勢の持続は、賃上げや採用姿勢だけでなく、設備投資にも大きな影響を与えている。とりわけ、リーマン・ショック以降、企業は新たな工場や店舗など長期的な需要拡大期待が前提となる投資に対して慎重姿勢を強めており、設備投資は総じて維持・更新投資に限られてきた。このため、供給力の拡大につながる純投資が低迷し、資本ストックの伸び悩みが顕著となっている（図表19）。これを映じ、労働一単位当たりの資本ストックを示す資本装備率は、2010年に伸びが大きく縮小したほか、2011、2012年は低下に転じており、労働生産性の伸びの鈍化の主因となっている。こうした労働生産性の低迷が長期化すれば、アメリカの潜在成長率の低下につながる可能性がある。

企業が供給力拡大に向けた設備投資に慎重な背景には、企業の成長期待の低下がある。設備投資と資本ストックの動向を示す資本ストック循環図をもとに企業の期待成長率の動きをみると、リーマン・ショックにより、2009年に1%まで低下した後、2012年にかけて2%強まで持ち直したものの、2013年は、おおむね2012年と同水準で伸び悩んでいる（図表20）。

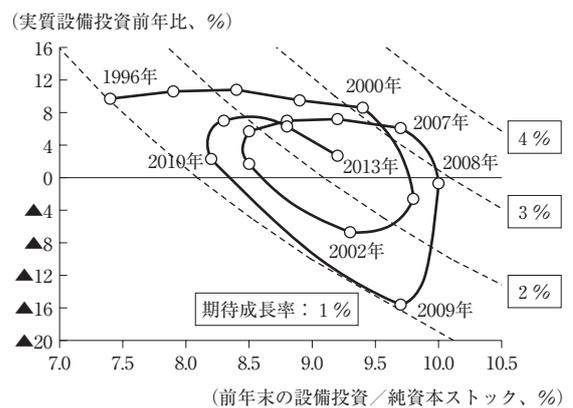
先行き供給力拡大に向けた設備投資が活発化するか否かは、企業の成長期待が高まるかどうかにかかっている。こうしたなか、足許で企業の成長期待が高まる兆しがみられる。企業に投資の慎重化をもたらしていた財政政策に対する先行き不透明感が、2014年入り以降大きく後退しているほか、景気回復期待の高まりを映じ、企業収益は堅調な伸びが見込まれている（図表21）。先行き、企業の成長期待

(図表19) 資本ストックと労働生産性（前年比）



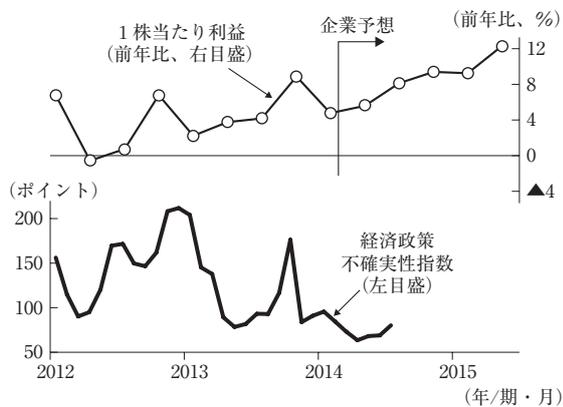
(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表20) 資本ストック循環と期待成長率



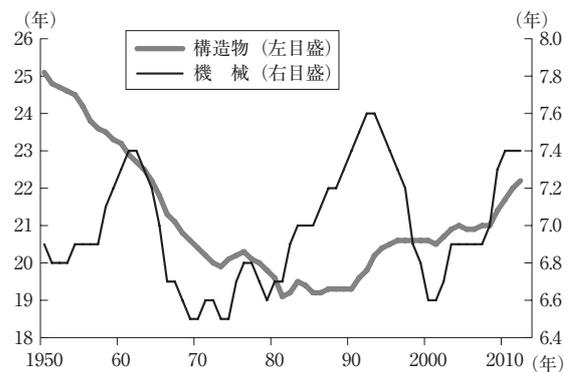
(資料) Bureau of Economic Analysisをもとに日本総合研究所作成
 (注) 純資本ストックは数量指数をもとに作成した実質値を使用。
 期待成長率の双曲線の算出には、資本ストック係数の変化率と除却率の2000年～2011年の平均を利用。

(図表21) 経済政策不確実性指数と企業収益



(資料) Economic Policy Uncertainty, Bloomberg L.P.
 (注1) 経済政策不確実性指数は、経済政策の不確実性に関連する新聞記事の数をもとに算出された指数。
 (注2) 1株当たり利益は、S&P500種構成企業。

(図表22) 設備の平均経過年数



(資料) Bureau of Economic Analysis
 (注) 対象は、民間非住宅固定資産。

の回復に伴い、新規の設備投資が増加し、資本ストックを積み増す動きが顕在化してくると見込まれる。

また、既存設備の老朽化も設備投資を促進させる要因となるだろう。企業が保有する設備の経過年数(ビンテージ)をみると、リーマン・ショック以降、構造物で一段と長期化したほか、機械についても過去最長近くまで長期化している(図表22)。老朽化した設備の潜在的な更新需要が高まるなか、企業の成長期待が高まってくれば、更新投資も徐々に増勢が加速していくと期待される。

(4) 出口戦略を模索するFRB

以上のように、アメリカ経済は成長ペースの加速に向けた課題を抱えながらも、景気回復の動きが徐々に強まりつつある。こうしたなか、FRBは現在、MBSや国債の買い入れ(QE3)をFOMC毎に月100億ドルずつ縮小(テーパリング)しており、すでに利上げ開始時期や利上げ時の短期金利のコントロール手法など、出口戦略の具体的な進め方が焦点となりつつある(図表23)。

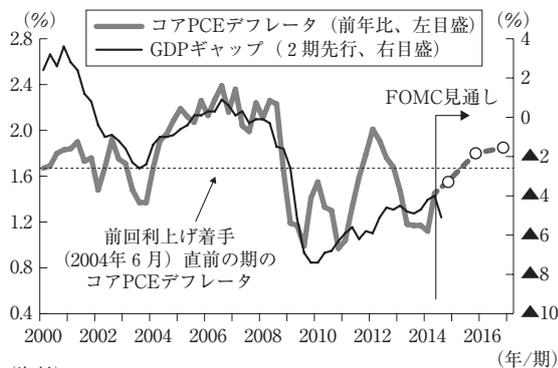
そこで、金融政策の先行きを展望すると、資産買い入れは月100億ドルずつ減額されており、2014年10~12月期に終了する見込みである。一方、利上げの開始時期については、雇用環境の改善とインフレ動向が焦点となる。雇用環境は改善の動きが広がりつつあるものの、前述の通り「雇用の質」の改善は道半ばの状態にあり、賃金の上昇ペースは当面緩やかにとどまるとみられる。また、GDPギャップは依然として歴史的な高水準にあり、当面需給面からのデフレーション圧力が根強く残ると見込まれる(図表24)。こうした状況下、前回の景気回復局面での利上げが、コアPCEデフレーターの前年比が1%台半ばを超えるタイミング

(図表23) FRBの出口戦略をめぐる議論

論点	議論の現状
資産買い入れ(QE3)の終了時期	・2014年10~12月期となる見込み
利上げの開始時期	・3月FOMC後に急速に高まった前倒し観測(2015年前半との見方)は後退
政府機関債やMBS、国債の償還資金の再投資停止時期	・当初は利上げ前の再投資停止が想定されていたものの、利上げ後に実施すべきとの意見も
バランスシートの縮小(保有資産の売却)	・保有資産の売却は行わず、満期償還に応じてバランスシートを縮小させていくとの見方が大勢
利上げ後の短期金利の誘導手段	・超過準備に対する付利の引き上げや、リバース・レポ、タム物預金ファシリティにより、短期金利をコントロール

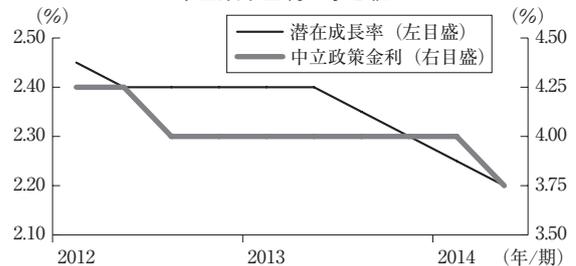
(資料) FRBなどをもとに日本総合研究所作成

(図表24) アメリカのGDPギャップとインフレ率



(資料) Bureau of Economic analysis, CBO, FRB
 (注1) FOMC見通しは、中心レンジの中央値 (2014年6月)。
 (注2) 直近のコアPCEデフレーターは、2014年4、5月実績。

(図表25) FOMC参加者による潜在成長率と中立政策金利の予想値



(資料) FRBをもとに日本総合研究所作成
 (注) 2012年は1、6、9、12月時点 (4月分も発表されたが、図表では省略)、2013年以降は3、6、9、12月時点の見通し。潜在成長率は見通し中央レンジの中間値。中立政策金利は中央値。

で行われたことを踏まえると、利上げの開始は、早くともコアPCEデフレータの前年比が安定的に1%台後半を超えてくる2015年半ば以降となる見通しである。

FRBの金融政策が金融市場に与える影響についてみると、賃金面からのインフレ圧力が緩慢にとどまるなか、当面、FRBの超低金利政策の長期化観測がアメリカの長期金利の上昇を抑制すると予想される。さらに、市場参加者のみならず、FOMC参加者も、想定している潜在成長率 (2.4%→2.2%) や中立政策金利 (4.00%→3.75%) の水準を引き下げており、今後先行きの利上げが織り込まれる局面となっても、長期金利の上昇ペースは緩やかにとどまる公算が大きい (図表25)。

このため、①金利の大幅な上昇に起因した株価の下落や、それに伴う市場のリスク許容度の低下、②アメリカ・新興国間の金利差の大幅な縮小による新興国資産の投資妙味の顕著な低下、は回避される見込みである。今後も地政学リスクや新興国経済の減速懸念の高まりなどから、新興国市場の混乱が再燃する可能性は残るものの、アメリカの金利上昇ペースが緩やかにとどまるもと、FRBの金融政策の正常化が、株安に伴う消費の腰折れや新興国経済の混乱を受けた輸出の減少など、景気に著しいマイナス影響を及ぼすという事態には至らない見通しである。

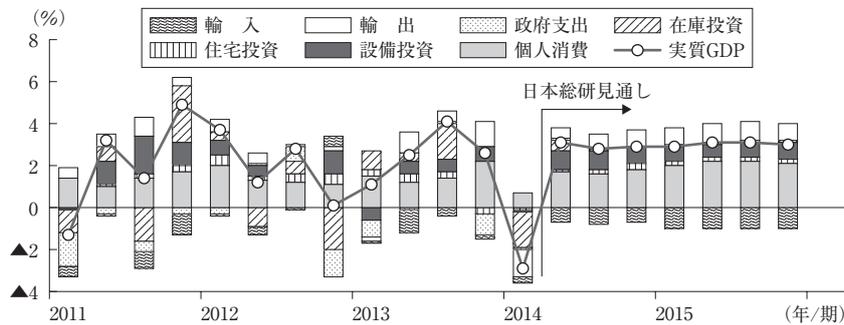
3. 2014～2015年のアメリカ経済見通し

以上を踏まえ、2014～2015年のアメリカ経済を展望すると、寒波の影響を主因とした2014年初めの減速の反動により、2014年4～6月期は一時的に3%を上回る成長となる見通しである。7～9月期には、ベントアップ需要の剥落でいったん成長ペースは鈍化するものの、その後は、バランスシート調整の進展や雇用環境の改善を背景とした個人消費の増勢加速、内需の底堅さや財政政策に対する先行き不透明感の後退を受けた設備投資の回復などから、成長ペースは徐々に加速していく見込みである。

もっとも、労働市場の需給緩和を受けた賃金の伸び悩みが景気の重石となり、2015年初めにかけては3%を下回る成長ペースにとどまると予想される。2015年春以降は、「雇用の質」の改善が徐々に進み賃金の上昇が明確化するなか、個人消費の増勢が一段と加速し、3%をやや上回るペースに加速していく見通しである (図表26、27)。

物価面では、当面、賃金の伸び悩みが物価抑制に作用する見込みである。2015年入り後は、個人消費

(図表26) 実質GDP成長率(前期比年率)



(資料) Bureau of Economic Analysisなどをもとに日本総合研究所作成

(図表27) 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)

	2014年				2015年				2013年	2014年	2015年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)			
実質GDP	▲2.9	3.1	2.8	2.9	2.9	3.1	3.1	3.0	1.9	1.5	3.0
個人消費	1.0	2.5	2.4	2.6	3.0	3.3	3.2	3.0	2.0	2.1	2.9
住宅投資	▲4.2	4.6	7.5	8.5	8.0	8.0	7.5	7.0	12.2	1.7	7.7
設備投資	▲1.2	6.9	7.2	6.5	5.5	5.0	5.4	6.0	2.7	4.2	5.9
在庫投資	▲1.7	0.5	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	▲0.1	0.1
政府支出	▲0.8	0.3	0.2	▲0.2	▲0.1	0.0	0.1	0.1	▲2.2	▲1.1	0.0
純輸出	▲1.5	▲0.1	▲0.0	0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.1	▲0.2	▲0.1
輸出	▲8.9	4.1	5.6	6.2	6.5	6.7	6.6	6.5	2.7	2.2	6.2
輸入	1.8	4.3	4.9	4.8	6.4	6.5	6.5	6.5	1.4	3.2	5.8
実質最終需要	▲1.3	2.6	2.8	2.9	2.8	3.0	3.0	2.9	1.7	1.6	2.9
消費者物価	1.4	2.0	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5	1.8	2.0
除く食料・エネルギー	1.6	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	1.8	1.8	2.0

(資料) U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Bureau of Labor Statisticsなどをもとに日本総合研究所作成

(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。

を中心とした内需の回復ペースの加速などから、インフレ率(消費者物価指数)は前年比+2.0%前後の水準で推移する見通しである。

4. リスク要因

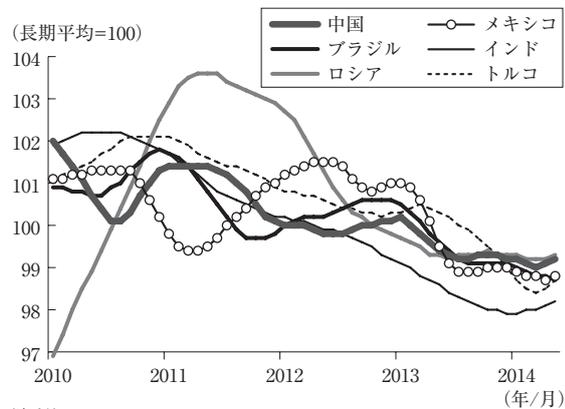
以上のメインシナリオに対し留意すべき景気の下振れリスクとして、新興国景気の下振れと地政学リスクの高まりを指摘しておきたい。

①新興国景気の下振れ

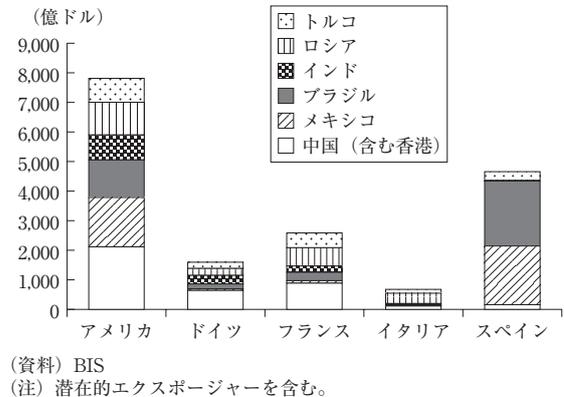
新興国景気は、足許で総じて減速傾向にある。GDPの動きに半年ほど先行するとされるOECD景気先行指数は、当面、多くの新興国で景気減速が続くことを示唆している(図表28)。FRBによる利上げ観測の強まりをきっかけに、新興国市場から投資資金が流出すれば、新興国景気が一段と減速し、新興国向け輸出の伸び悩みが長期化する恐れがある。

さらに、欧米の銀行が多額の新興国向け与信を抱えるなかで、新興国市場からの急速な資金流出は、世界的な金融システムの混乱を招きかねず、金融面からも実体経済に対する下押し圧力が強まるリスクがある(図表29)。

(図表28) 主な新興国のOECD景気先行指数



(図表29) 各国銀行の主な新興国向け与信
(2013年12月末)

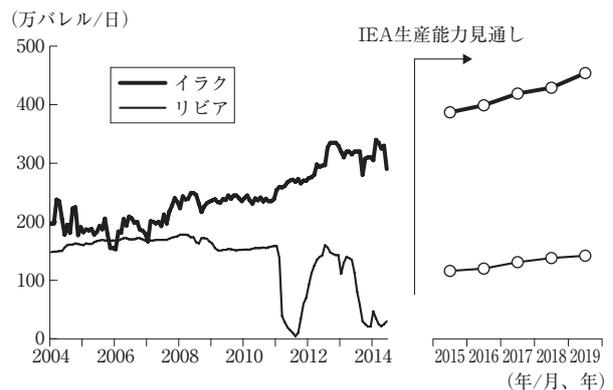


②地政学リスクの高まり

2013年末以降のウクライナ情勢の混乱を受け、米欧とロシアの対立が深刻化している。ロシアは、世界の原油輸出の1割強を占める存在であり、欧米による経済制裁の強化などからロシア産原油の輸出に制約が生じれば、需給逼迫懸念が強まり、原油価格の急騰を招く恐れがある。

原油市場をめぐるのは、中東・北アフリカ情勢の行方もリスク要因となる。イラクやリビアでは、先行き原油生産の拡大や回復が見込まれているものの、不安定化している足許の情勢を踏まえれば、増産の実現が危ぶまれる状況にある(図表30)。政情不安が長期化すれば、OPECの原油供給力に対する懸念が台頭し、原油価格の大幅な上昇を通じて景気回復の重石となるだろう。

(図表30) イラク・リビアの原油生産量



副主任研究員 藤山 光雄
(2014. 7. 15)