

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) 緩慢な所得増加や海外景気の減速が成長ペースを下押し
 - (2) 金融緩和の長期化や物的・人的資本を取りまく良好な環境が成長の下支えに
3. 2016～2017年のアメリカ経済見通し
4. リスク要因

要 約

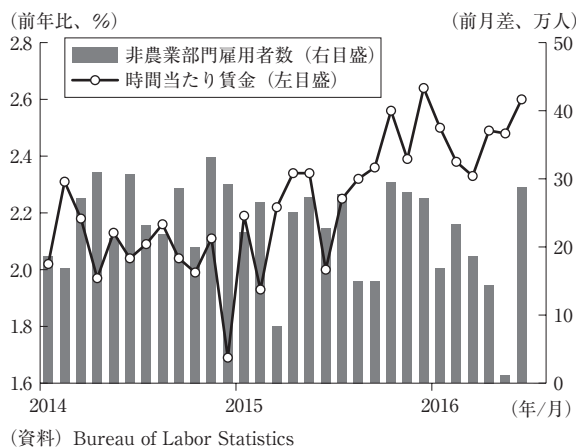
1. アメリカ経済は、個人消費が底堅く推移するなか、企業部門にも持ち直しの兆しがみられるなど、総じて回復基調にある。
2. もっとも、所得の伸びの緩慢さが消費を抑制しているほか、海外景気の減速が外需の伸び悩みに作用していることから、今回の景気回復局面では、前回に比べて回復ペースが鈍い。
所得面では、賃金の伸びは業種別にみて一様ではなく、所得の二極化が進んでいる。こうした所得の二極化は、経済成長率の低下に作用している可能性があるほか、既存の政治家への不満を引き起こし、大統領選挙での非伝統的な候補者への支持拡大につながっている。
また、海外景気をめぐっては、中南米やカナダでは資源価格の下落、欧州では債務危機の影響により、成長率が低下しており、外需の弱含みが輸出の伸び悩みを招いている。
3. 他方、今回の景気回復局面は、前回よりも長期にわたり持続している。
景気回復の下支え要因として、まず、金融緩和の長期化が挙げられる。FRBの低金利政策を背景とした住宅ローン負担の抑制が、住宅投資の持続的な回復に寄与しているほか、個人消費の押し上げにも作用している。アメリカ経済の回復基調の強まりを受け、FRBは金融政策の正常化を進めているものの、金融・海外情勢を注視しつつ極めて緩やかなペースで利上げを実施する方針を示している。このため、金融政策の正常化が内外景気を下押しするリスクは当面小さいと見込まれる。
また、企業の設備投資意欲が旺盛であるほか、勤労世代が増加傾向にあるなど、国内の物的・人的資本をめぐると良好な環境が、アメリカ経済の底堅い成長を下支えしている点も指摘しておきたい。
4. 以上を踏まえると、企業部門は、外需の力強い回復は見通し難いものの、原油安やドル高に歯止めがかかるなか、輸出や設備投資が緩やかながらも持ち直しに転じると見込まれる。家計部門についても、所得の二極化による下押し圧力は残存するものの、労働需給の引き締まりを背景に、賃金の伸びが拡大するにつれ、個人消費は増勢を取り戻すとみられる。また、緩慢なインフレ期待の持ち直しを背景にFRBの利上げペースが緩やかにとどまるとみられることから、金利の上昇が景気を抑制する事態には至らず、アメリカ経済は、2%台前半の成長ペースに復していく見通しである。
5. 上記メインシナリオに対するリスクとしては、欧州やアメリカでの政治不安の深刻化や、FRBの利上げや原油価格の下落による新興国・資源国景気の一段の減速が想定される。

1. 景気の現状

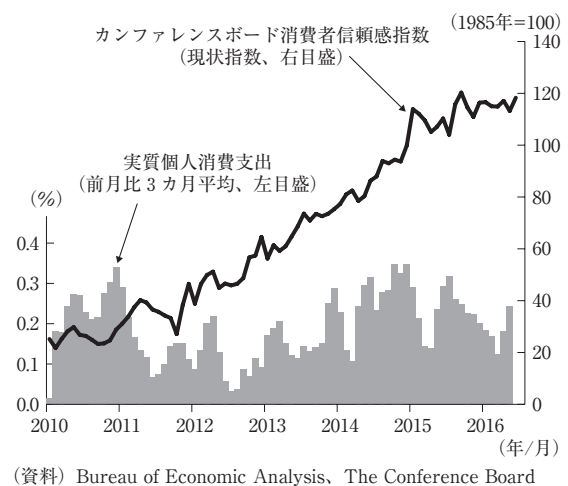
アメリカ経済は、総じて回復基調が続いている。

労働市場では、振れを伴いながらも雇用者数の堅調な増加が続いているほか、時間当たり賃金の伸びも徐々に高まる方向にある（図表1）。こうした雇用・所得環境の改善を受け、消費者マインドも持ち直しが続いており、個人消費は底堅く推移している（図表2）。

（図表1）雇用者数と時間当たり賃金

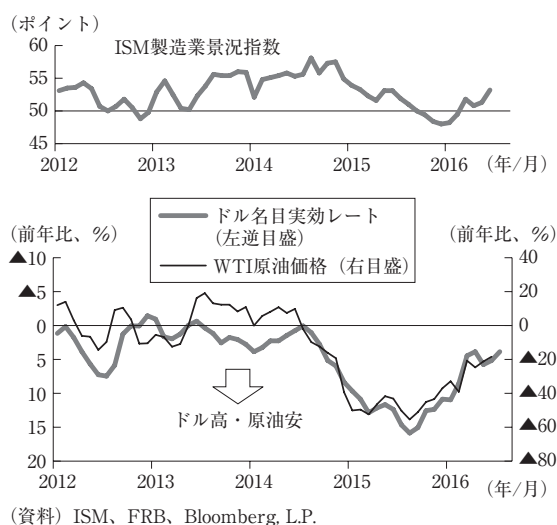


（図表2）消費支出と消費者マインド

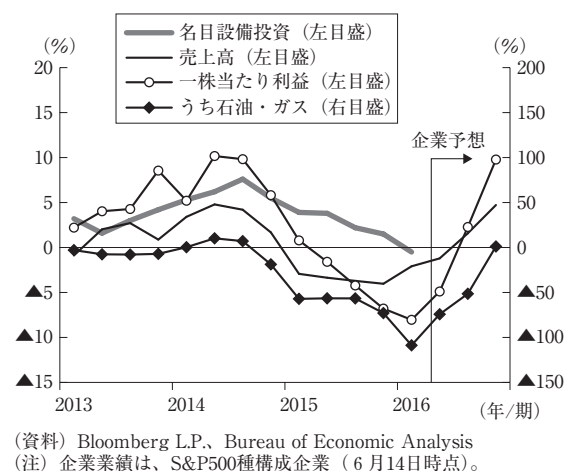


一方、企業部門では、2014年半ば以降、ドル高や原油安の進行が輸出・エネルギー関連企業の足かせとなってきたものの、足許でそれらの下押し圧力は緩和方向にある。ISM製造業景況指数は2016年3月に景気判断の分かれ目となる「50」を上回り、その後も回復の動きが強まっている（図表3）。これまで悪化が続いてきた企業業績も、ドル高や原油安の逆風が和らぐのに伴い、先行きは改善が見込まれている（図表4）。

（図表3）企業景況感と為替レート、原油価格



（図表4）企業業績と設備投資（前年比）



2. 先行きを展望するうえでのポイント

以上のように、アメリカ経済は総じて回復基調にあるものの、そのペースは過去の景気回復局面と比べ、緩慢にとどまっている。以下では、前回の景気回復局面との比較を通じて、今回の景気回復局面が有する特徴を浮き彫りにする。そして、その特徴の背景を検討することにより、アメリカ経済の先行きを展望したい。

(1) 緩慢な所得増加や海外景気の減速が成長ペースを下押し

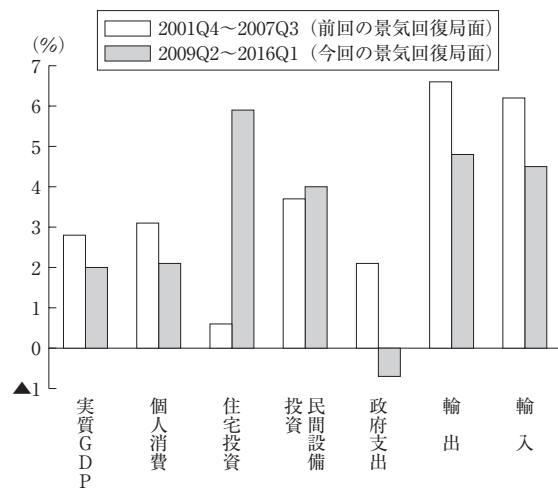
景気回復ペースを今回と前回とで比較すると、前回は実質GDPが平均3%程度で増加したのに対し、今回は平均2%程度の増加にとどまっている(図表5)。需要項目別にみると、個人消費、政府支出、輸出、輸入で伸びが鈍化した一方、住宅投資、民間設備投資で伸びが高まっている。そこで、個人消費と輸出について、その伸びが鈍化した背景を検討する。

A. 個人消費

今回の景気回復ペースが緩慢なものにとどまっている主因は、GDPの約7割を占める個人消費の伸びの鈍化にある。そこで、民間部門の賃金総額の伸びを、時間当たり賃金と労働時間、雇用者数の3要素に分解してみると、今回と前回で雇用者数の伸びには大きな変化がみられないほか、労働時間の伸びは前回、今回ともに小幅にとどまっている。一方、時間当たり賃金の伸びは、前回の平均+3.2%に対し、今回は同+2.1%と大きく低下しており、時間当たり賃金の伸びの低下が、賃金総額の伸び鈍化の主因となっている(図表6)。

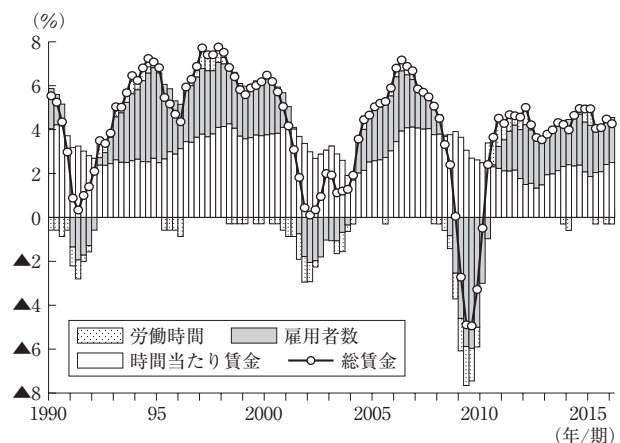
以上のように、今回の景気回復局面では、総じて賃金の伸びが低調にとどまっているものの、業種ごとに詳しくみると、すべての業種で等しく低調なわけではなく、業種ごとの二極化が進んでいる(図表7)。まず、賃金

(図表5) 実質GDP (前期比年率の平均)



(資料) Bureau of Economic Analysis

(図表6) 民間部門の賃金総額 (前年比)



(資料) Bureau of Labor Statistics をもとに日本総合研究所作成
(注) 非農業、非管理職。

(図表7) 業種別の賃金と雇用者数

	賃金			雇用者数		
	ドル/時間		前年比 (2009Q2～ 15Q4平均)	全体に占める 割合		変化率 (2009Q2～ 2015Q4)
	2009Q2	2015Q4		2009Q2	2015Q4	
公益	32.8	35.3	2.5	0.5	0.5	0.7
専門・技術サービス	31.9	35.9	1.6	6.9	7.2	17.2
教育	28.4	31.3	1.1	2.8	2.9	13.5
情報サービス	28.0	34.6	3.5	2.6	2.3	▲1.4
金融	26.5	32.4	3.1	5.4	5.0	4.3
建設	21.7	25.9	2.6	5.6	5.4	9.0
製造業	21.2	25.0	2.2	10.9	10.2	3.7
運輸	21.1	24.0	2.2	3.9	4.0	14.6
卸売	20.8	24.7	2.6	5.1	4.9	5.6
ヘルスケア	20.1	21.8	1.5	15.2	15.6	15.0
民間合計	19.4	22.1	2.0	100.0	100.0	11.6
不動産	17.9	21.5	2.8	1.8	1.7	5.9
人的管理サービス	15.7	17.8	2.0	6.6	7.4	25.2
小売	12.7	13.6	1.3	13.4	13.0	9.1
レジャー・外食など	9.5	10.7	1.9	12.0	12.7	17.8

(資料) Bureau of Labor Statistics

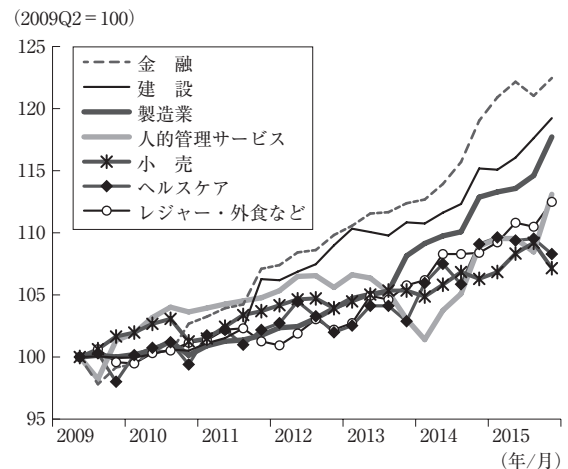
(注) 塗りつぶしは、民間合計よりも伸び率が高い業種。

の伸びは、元来賃金水準の高い情報サービス業や金融業で大きく伸びている一方、賃金水準の低い業種、つまり小売業やヘルスケアでは小幅な伸びにとどまっている。次に、雇用者数の変化をみると、派遣労働などを含む人的管理サービスや外食など、賃金水準の低い業種で大幅に増加している。これは、今回の景気回復局面では、金融危機で多くの失業者が発生するなか、高いスキルを必要としない業種において労働需給が緩み賃金が伸び悩んだ一方、スキル習得に時間のかかる高賃金業種では、人材確保の難しさから賃金に上昇圧力がかかっているためと推察される。実際に、時間当たり賃金の水準の変化を時系列でみると、2011年以降、業種別の賃金格差は拡大傾向にある（図表8）。

こうした所得の二極化は、経済成長率の低下を引き起こしている可能性がある。近年のアメリカについてみると、2004年から2014年の所得の伸びは高所得者であるほど大きかったものの、仮にすべての階層で等しく所得が増加していたと想定すると、消費支出は2%程度上振れていたと試算される（図表9）。これは、低所得者の方が、相対的に消費性向が高く、所得増加による消費押し上げ効果が大きいためである。

さらに、二極化は経済だけでなく、政治・社会へも大きな影響を及ぼしている。それが最も顕著に表れたのが、2016年11月に控えた大統領選挙をめぐる動きである。民主党では、元国務長官のヒラリー・

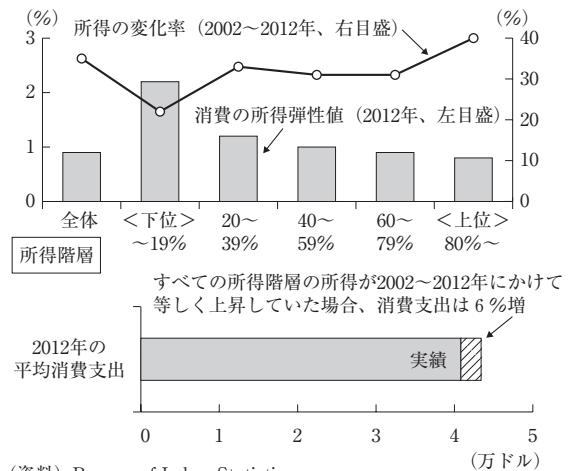
(図表8) 主要業種の時間当たり賃金



(資料) Bureau of Labor Statistics

クリントン氏が指名を確実にしているものの、選挙戦の途中まで上院議員のバーニー・サンダース氏が健闘していたほか、共和党では、実業家のドナルド・トランプ氏が党候補に指名された。トランプ氏は政治経験が全くないワシントンの「アウトサイダー」であり、サンダース氏は自称「社会主義者」であるなど、伝統的な大統領候補者にはみられない特徴を持つ。トランプ氏やサンダース氏が支持を集めた背景には、アメリカ経済がマクロでみて回復傾向にあるものの、二極化の結果、相対的にみてより貧しくなったと感じる人々が既存の制度・政治家への不満を高め、非伝統的な候補者を支持するようになったという変化が指摘できる。

(図表9) 所得の二極化が消費に与える影響

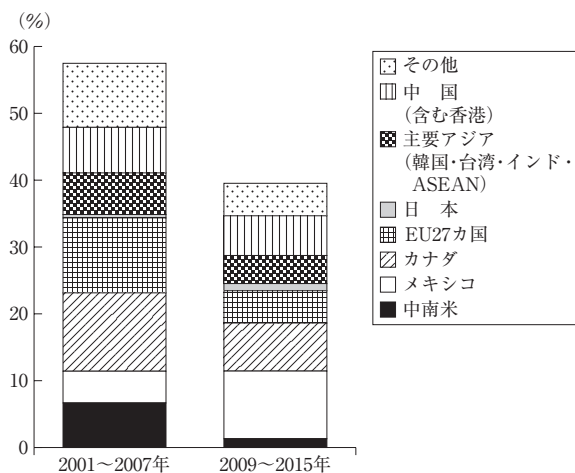


(資料) Bureau of Labor Statistics

B. 輸出

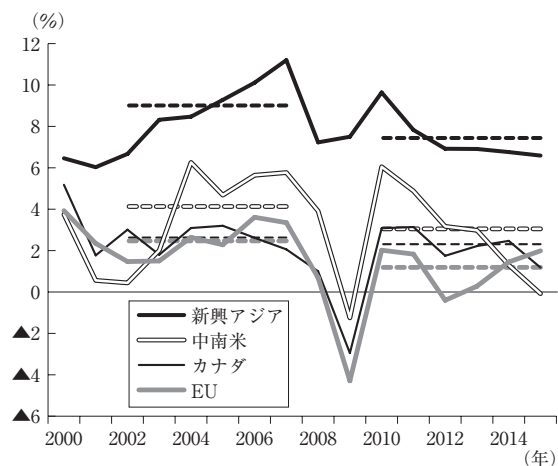
個人消費だけでなく、輸出も緩慢な回復にとどまっている。今回の景気回復局面では実質輸出の伸びが平均+4.8%と、前回の+6.6%に比べ鈍化している。この主因は外需の低迷である。名目輸出を国別にみると、中南米やカナダ・EU向けに大幅に伸びが低下している(図表10)。この背景には、輸出先の需要の伸び悩みが指摘できる。アメリカ輸出の約4分の1を占める中南米では、資源価格の下落により前回の景気回復局面と比べ1%ポイント成長率が鈍化したほか、2割を占めるカナダでも0.3%ポイント鈍化した(図表11)。また、同じく2割を占めるEUでは、欧州債務危機の影響により1.3%ポイント成長率が低下した。こうした資源国での生産減少や欧州での設備投資の弱含みにより、アメリカの主要輸出品目である資本財を中心に、輸出が弱含んでいる。

(図表10) 名目輸出の増加率(寄与度)



(資料) U.S. Census Bureau

(図表11) 実質GDP(前年比)

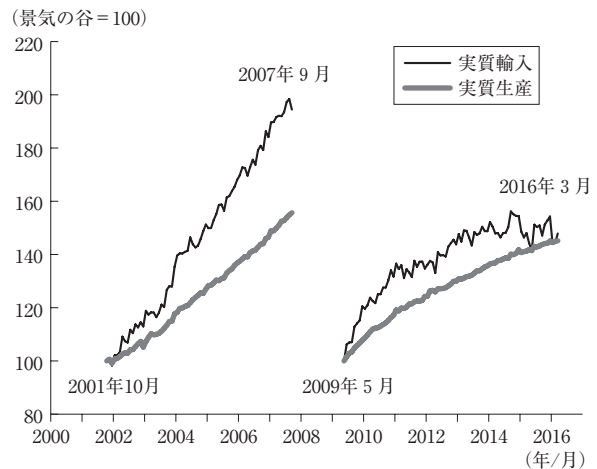


(資料) IMF World Economic Outlook (2016)
(注) 点線は、2002~2007年および2010~2015年の平均。

加えて、新興国のキャッチアップも輸出減速の一因となっている可能性がある。新興国の生産と輸入の動向をみると、生産は前回の回復局面と同程度のペースで回復している一方、輸入の伸びが大きく鈍化している（図表12）。新興国で生産可能な製品が増加するなど、技術面で先進国へのキャッチアップが進むなか、新興国の先進国に対する輸入依存度が低下したことが、アメリカをはじめとした先進国の新興国向け輸出低迷の一因となっていると推察できる。

輸出の先行きを展望すると、原油安やドル高に歯止めがかかるなか、徐々に持ち直すと思われるものの、政治不安の続く欧州では低成長が続くと見込まれるほか、新興国でも景気の伸び悩みが予想されることから、外需の大幅な拡大は期待しにくく、輸出の回復は緩慢なペースにとどまるとみられる。

（図表12）新興国の輸入と生産



（資料）CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

（2）金融緩和の長期化や物的・人的資本を取りまく良好な環境が成長の下支えに

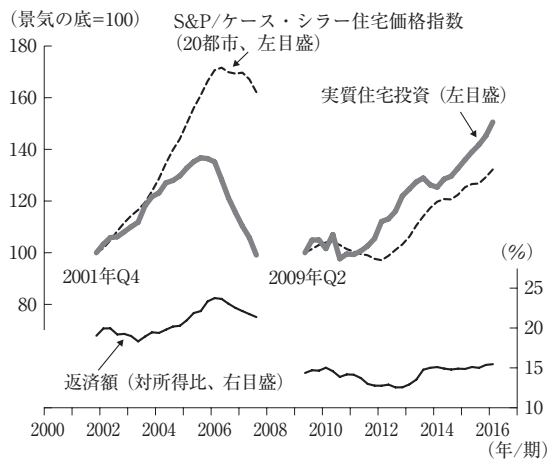
以上のように、今回の景気回復局面では、所得の伸び悩みや海外景気の減速を背景に、成長ペースは緩慢にとどまっている一方で、景気回復局面は長期化している。景気回復局面の長さをみると、前回の景気回復局面は、2000年代初頭のITバブル崩壊後、2001年第4四半期に始まり、サブ・プライム住宅ローン危機前の2007年第3四半期まで約6年間続いた。一方、今回の景気回復局面は、2009年第2四半期以降、すでに約7年を経過しており、前回の景気回復局面よりも長期化している。以下では、今回の景気回復局面の長期化の背景について検討する。

A. 金融緩和

まず、景気の下支え要因として、FRBによる金融緩和の長期化が指摘できる。上述したように、今回の景気回復局面では、アメリカ経済の回復ペースが緩慢にとどまっていることに加え、海外景気の下振れ懸念がくすぶり続けているため、FRBは金融引き締めに対して極めて慎重な姿勢で臨んでいる。こうした景気回復の脆弱さを反映した結果として、緩和的な金融政策が長期化しており、これがかえって景気の下支えに作用しているといえる。とりわけ、金融緩和の長期化による住宅市場への寄与は大きい。FRBの低金利政策により所得に対する住宅ローン返済額の割合が低位で安定するなか、前回の回復局面では、5年目以降景気のブレーキ役となった住宅投資が、今回の回復局面では足許にかけて持続的に増加している（図表13）。また、住宅ローン返済負担の抑制が個人消費の押し上げに寄与している面も指摘できる。

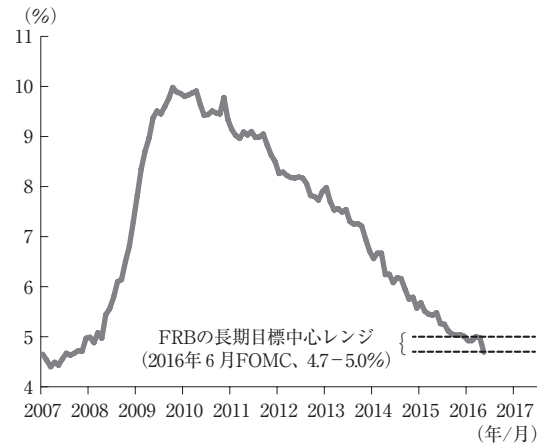
こうした状況に対し、FRBは、失業率の低下や個人消費の回復が続くなか、2014年1月に量的金融緩和の縮小を開始し、2015年12月には金融危機後初の利上げに踏み切った。また、失業率がFRBの長

(図表13) 住宅投資と住宅ローン返済額



(資料) U.S. Census Bureau, National Association of Realtors, S&P

(図表14) 失業率

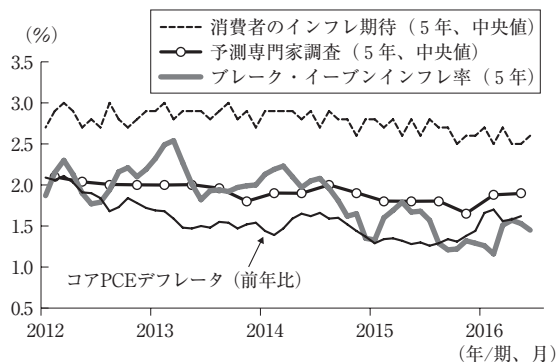


(資料) Bureau of Labor Statistics, FRB

期目標水準まで低下するなど、FRBが物価とともに政策目標の一つに掲げる雇用環境の改善が着実に進むなか、引き続き金融政策の正常化をはかっていく方針を示している。このため、金融緩和による景気下支え効果は、今後徐々に薄れていくとみられる（図表14）。

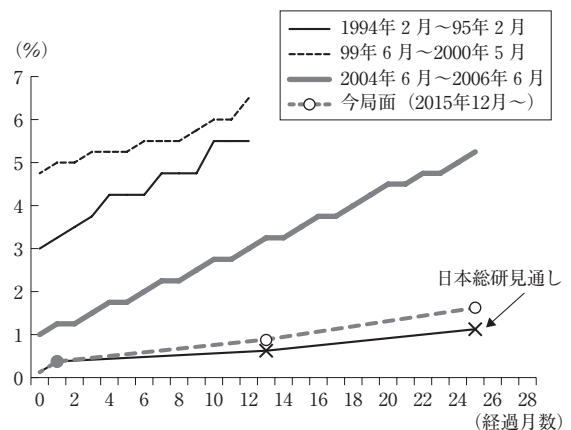
もっとも、FRBが、2015年12月の利上げ実施と同時に、2016年中に年4回計1%の利上げを行う意図を示したものの、これを受け、中国をはじめ新興国からの資金流出懸念や原油安が引き起こされ、2016年初にかけて金融市場が混乱した。こうした経験を踏まえ、FRBは今後の利上げに関して、海外情勢や金融環境が内外景気に与える影響を注視していく姿勢を一段と強めている。また、原油価格が低位で安定しており、インフレ期待が高まりにくい状況にあることから、物価の上昇ペースは緩慢にとどまる見込みである（図表15）。以上を踏まえると、FRBが利上げを急ぐ必要性は小さく、極めて慎重なペースで利上げを実施するとみられる（図表16）。

(図表15) PCEデフレーターと期待インフレ率



(資料) Bureau of Economic analysis, University of Michigan, Bloomberg L.P., Federal Reserve Bank of Philadelphia
 (注) 消費者のインフレ期待はミシガン大学調べ。予測専門家調査はフィラデルフィア連銀調べのPCEデフレーター見通し。ブレイク・イーブン・インフレ率は、5年債利回り-5年物価連動債利回り。

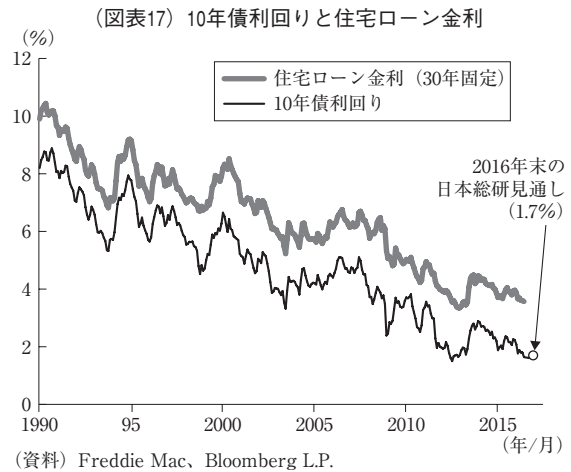
(図表16) 過去のFRBの利上げペースと今局面の予想



(資料) FRBをもとに日本総合研究所作成
 (注) 今局面は、2016年6月FOMCで公表されたFF金利誘導目標の中央値。

次回の利上げ時期については、イギリスのEU離脱決定を受け、その内外景気への影響を見極める必要があることや、11月初めのアメリカの大統領選挙に向け、経済論戦が本格化していくことから、政治的なイベントが一段落する2016年12月以降となる見通しである。

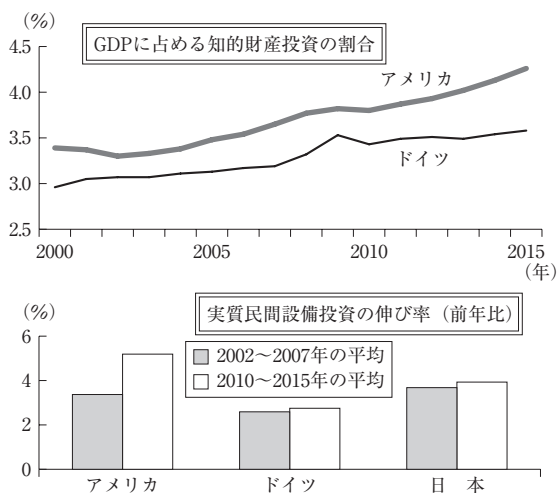
最後に、利上げの影響を考察すると、これまで低金利に支えられてきた住宅投資は、今後の利上げペースが極めて緩慢にとどまると見込まれることから、引き続き回復傾向を維持するとみられる(図表17)。海外経済への影響についても、FRBが海外情勢を注視する姿勢であることから、海外景気へのマイナス影響が大きいと予想される状況下では、利上げを躊躇する可能性が高く、利上げが海外景気の減速を招くリスクは小さいだろう。



B. 物的・人的資本

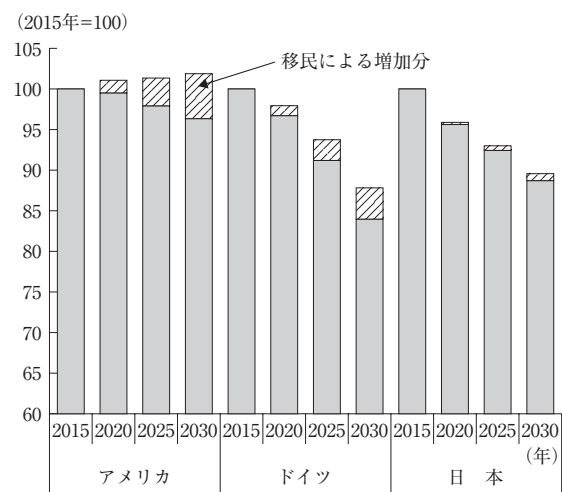
他方、アメリカ経済が底堅く推移している背景として、経済成長の源泉である物的・人的資本を取りまく環境が良好なことも挙げられる。まず、物的資本をみると、アメリカの設備投資は、今回の景気回復局面においても、前回に比べて伸びが拡大している(図表18)。ドイツでは欧州債務危機の長期化、日本では国内需要減少による投資意欲の低下により設備投資が伸び悩んでいるのに対し、アメリカでは緩やかながらも景気回復が続き、企業が投資への積極的な姿勢を維持してきた。とりわけ、研究開発などを含む知的財産投資についてみると、2000年以降ほぼ一貫してGDPに占める割合が上昇しており、アメリカ企業の中期的な成長を意識した旺盛な投資意欲が表れている。

(図表18) 米独日の設備投資の比較



(資料) U.S. Bureau of Economic Analysis, Germany Federal Statistical Office, 内閣府より日本総合研究所作成

(図表19) 米独日の20~64歳人口の将来推計



(資料) United Nations World Population Prospects (2015)

また、人的資本も増加傾向を維持している。先行き、ドイツや日本など他の先進国では、少子高齢化によって勤労世代（20～64歳と仮定）の減少が見込まれているのに対し、アメリカでは、当面、勤労世代の増加が続くとみられ、労働力不足や内需不足に陥る可能性が低い（図表19）。こうした人的資本の豊かさは、企業経営者や投資家がアメリカ経済の先行きを前向きに評価する一因になっていると考えられる。

3. 2016～2017年のアメリカ経済見通し

以上を踏まえ、2016～2017年のアメリカ経済を展望すると、企業部門では、外需の伸び悩みを背景に力強い回復は見通し難いものの、2014年半ば以降続いてきた原油安・ドル高に歯止めがかかるなか、輸出や設備投資は緩やかに持ち直しに転じると見込まれる。一方、株安の影響で年初にやや下振れた家計部門においても、所得の二極化による消費への下押し圧力は残存するものの、原油価格の低位安定が続くなか、労働需給の引き締まりに伴う賃金の伸びの高まりを背景に、個人消費は増勢を取り戻すとみられる。

なお、イギリスのEU離脱をきっかけとする市場の混乱はさしあたり一時的にとどまり、むしろ、これを受けてFRBが当面利上げを先送りすることとなり、金利上昇によるマイナス影響は軽微にとどまるだろう。

総じてみると、アメリカ経済の回復ペースは2%台に持ち直し、2017年にかけて2%台前半の成長が続く見通しである（図表20）。

物価動向を展望すると、個人消費の堅調な持ち直しが続くなか、原油安やドル高による下押し圧力が剥落するのに伴い、消費者物価は前年比2%前後に復していくと見込まれる。

（図表20）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）

	2015年			2016年			2017年			2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年	
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9				10～12
	(実績)			(予測)									(実績)
実質GDP	2.0	1.4	1.1	2.2	2.1	2.4	2.3	2.4	2.4	2.3	2.4	1.8	2.3
個人消費	3.0	2.4	1.5	3.0	2.3	2.4	2.3	2.4	2.4	2.2	3.1	2.4	2.4
住宅投資	8.2	10.1	15.6	12.2	7.3	6.3	5.0	4.5	4.3	4.7	8.9	10.9	5.7
設備投資	2.6	▲2.1	▲4.5	▲1.3	2.5	4.3	4.5	4.3	4.4	4.3	2.8	▲0.6	3.8
在庫投資（寄与度）	▲0.7	▲0.2	▲0.2	▲0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	▲0.2	0.0
政府支出	1.8	0.1	1.3	0.4	0.5	0.3	0.2	0.5	0.2	0.4	0.7	0.9	0.3
純輸出（寄与度）	▲0.3	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.6	▲0.1	▲0.1
輸出	0.7	▲2.0	0.3	2.6	4.2	4.4	4.5	4.7	4.6	4.5	1.1	1.4	4.4
輸入	2.3	▲0.7	▲0.5	2.7	4.3	4.6	4.1	4.0	4.2	4.0	4.9	1.5	4.1
実質最終需要	2.7	1.6	1.3	2.3	2.1	2.3	2.3	2.4	2.3	2.3	2.3	2.0	2.3
消費者物価	0.1	0.5	1.1	1.3	1.2	1.5	2.0	2.1	2.1	2.0	0.1	1.3	2.1
除く食料・エネルギー	1.8	2.0	2.2	2.3	2.2	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	1.8	2.2	2.2

（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。

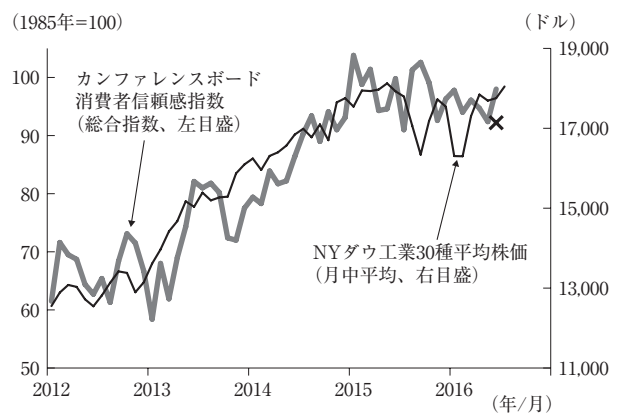
4. リスク要因

以上のメインシナリオに対する下振れリスクとして、欧州やアメリカでの政治不安の深刻化と、FRB

の利上げや原油価格の下落による新興国・資源国景気の一段の減速を指摘しておきたい。

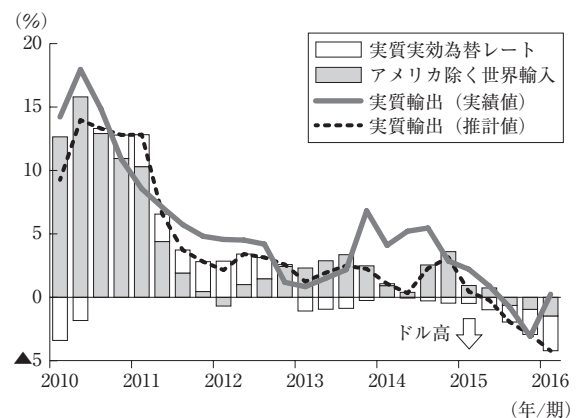
6月23日のイギリスの国民投票でEU離脱派が勝利したことを受け、リスク回避の動きが強まり、株安・ドル高が進行した。もっとも、今回の株安は、中国の景気減速懸念が強まった2015年夏や2016年初に比べ小幅な下落にとどまり、その後は大きく反発している（図表21）。消費者マインドにも金融市場の混乱の影響はみられず、個人消費への下押し圧力は限定的にとどまるとみられる。また、為替の先行きについても、FRBの利上げペースが緩やかにとどまるとみられることから、極端なドル高が進行する可能性は低く、2014年半ば以降のドル高の影響が剥落するにつれ、輸出への下押し圧力は徐々減衰するとみられる（図表22、23）。もっとも、欧州ではイギリス以外のEU加盟国でも反EUを掲げる政党の支持率が上昇しており、域内での政治不安が深刻化する恐れがあるほか、アメリカ国内でも、11月に大統領選挙を控えており、トランプ氏が支持を伸ばせば、アメリカ経済の先行き不透明感が高まりかねない。以上を踏まえると、足許ではイギリスのEU離脱決定がアメリカ景気を大きく下振れさせる可能性は低いものの、欧州やアメリカで政治不安がさらに高まれば、金融市場の混乱などを通じて企業や消費者のマインドが悪化し、個人消費や投資、輸出を下振れさせる恐れがある。

（図表21） 株価と消費者マインド



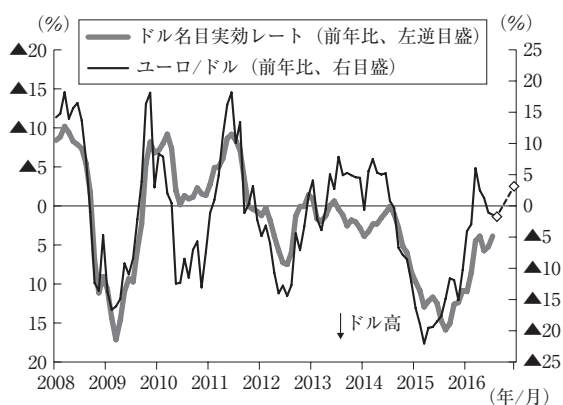
（資料） The Conference Board、Bloomberg L.P.
（注） ×はBrexit直後の安値（6月27日終値）。

（図表23） 実質輸出（前年比）



（資料） IMF、FRB、U.S. Bureau of Economic Analysis
（注） 推計式は、実質輸出 = $-0.64 + 0.93 * \text{世界輸入} - 0.46 * \text{為替レート}$ （2期先行）。推計期間は、1980年1～3月期から2014年10～12月期。R2=0.98。

（図表22） 為替レート

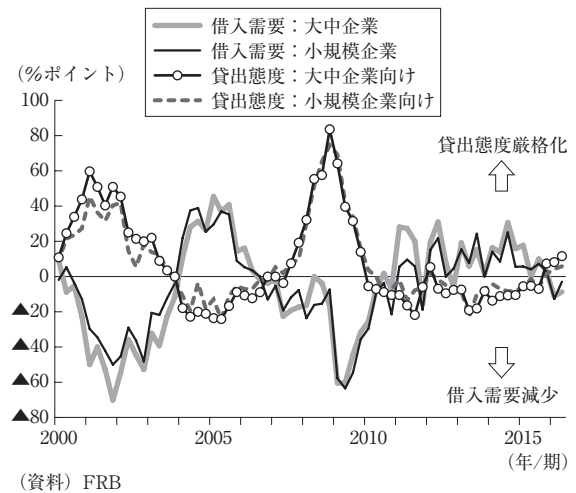


（資料） FRB
（注） ◇は日本総合研究所の2016年Q3、Q4の見通し。

また、新興国・資源国の一段の景気減速にも注意が必要である。FRBは、世界景気を注視しながら緩やかな利上げを実施すると見込まれるものの、利上げ時に新興国からの投資資金の流出や新興国通貨安が想定以上に進行した場合には、再び新興国景気が大きく減速する懸念が残存している。新興国景気

の減速は、アメリカの輸出下押しに作用するほか、先行きの原油需要の減少を想起させるため、原油価格の下落を引き起こし、エネルギー関連企業の設備投資への下押し圧力となる。すでに、アメリカでは、2014年半ば以降の原油安を受け、エネルギー関連企業の破たんが相次いでおり、銀行の融資姿勢が徐々に慎重化している（図表24）。エネルギー関連企業の業績悪化が長引き、融資姿勢の慎重化が他の業種へも波及すれば、アメリカの企業活動全体の重石となり、アメリカ経済の減速を招く恐れがある。

（図表24）銀行の貸出態度と企業の借入需要



研究員 井上 恵理菜

(2016. 7. 20)