

調査レポート

2004年米国経済見通し

～2004年半ばまで景気加速、年後半には減税効果の一巡で減速～

<要旨>

米国の実質GDP成長率は、2003年:前年比3.1%（見込み）、2004年:同4.2%（予測）。

【2003年】

米国景気は急速に上昇している。2003年7-9月期の実質GDP（改定値）は前期比年率8.2%増と、約20年ぶりの高成長を記録した。個人消費が増加したほか、住宅投資と設備投資が前期比年率2桁の伸びとなった。

米国景気が加速している背景には、財政拡張と金融緩和がある。2003年5月に成立した大型の追加減税により、7-9月期に家計部門の可処分所得が大幅に押し上げられた結果、個人消費は高い伸びとなった。また、6月にFRB（米連邦準備制度理事会）がFF金利を45年ぶりの低水準となる年1.0%に引き下げ、その後も金融緩和を「かなりの期間」継続するスタンスを示しているなかで、長期金利の上昇は小幅にとどまっており、住宅投資や設備投資は増勢テンポを増している。消費者や企業のマインドも株価の上昇などを受けて足元で上昇している。

【2004年】

米国景気は2004年半ばまで比較的高成長が続くとみられる。大型減税と金融緩和が景気を下支える。2004年半ばには、雇用の回復やインフレ率の上昇も明確化し、利上げが行なわれよう。

2004年後半になると、減税額が縮小すること、年半ばの利上げに伴う長期金利の上昇を背景に、個人消費や設備投資などの伸びが鈍化すること、最終需要の鈍化を受けて在庫が積み上がり局面に入ること、などを要因に、景気は減速するとみられる。

米国経済の下振れリスクとしてはドル相場の急速な下落がある。ドル安が急速に進行すれば海外マネーの流入を減少させる可能性が高い。長期金利の上昇や株価下落などを通じて投資や個人消費が落ち込む恐れがある。



調査部(東京)

【照会先】西垣秀樹(E-Mail: hideki.nishigaki@ufji.co.jp)
高山 真(E-Mail: shin.takayama@ufji.co.jp)

1. 予測のポイント

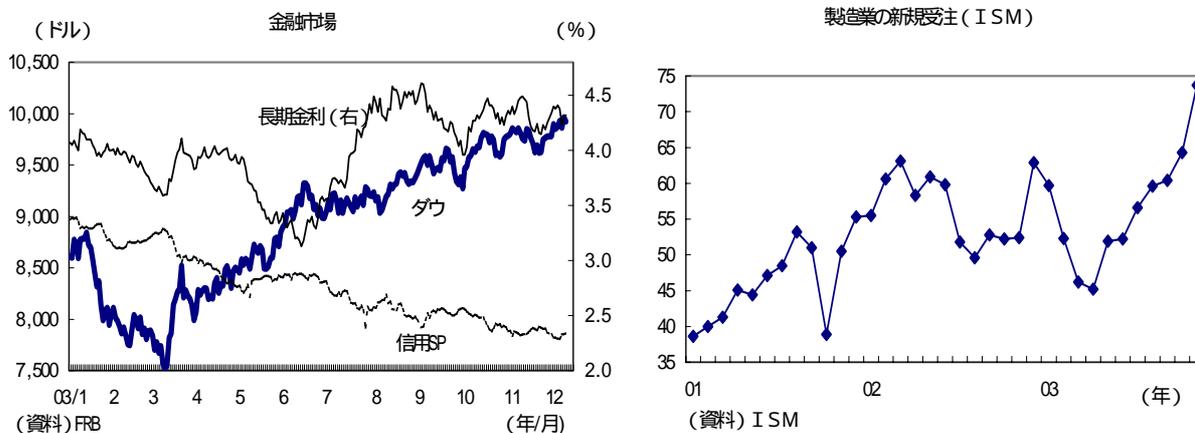
(1) 景気の現状～急速に上昇

米国景気は急速に上昇している。2003年7-9月期の実質GDP(改定値)は前期比年率8.2%増と、約20年ぶりの高成長を記録し、事前の市場予想を大幅に上回った。4-6月期から7-9月期にかけては、個人消費の伸びが高まったほか、住宅投資と設備投資は2桁の増加となった。

米国景気が加速している背景には、空前の財政拡張と金融緩和がある。2003年5月に成立した、今後10年間で3500億ドル規模の大型追加減税により、7-9月期の家計部門の可処分所得は大幅に押し上げられ、個人消費は高い伸びを記録した。また、6月にFRB(米連邦準備制度理事会)がFF金利を45年ぶりの低水準となる年1.0%に引き下げ、その後も金融緩和を「かなりの期間」継続するスタンスを示してきたことにより、長期金利の上昇は小幅にとどまり、住宅投資や設備投資は大幅に拡大した。

景気上昇の背景として株価が堅調に推移してきたことも指摘できる。株価の推移をみると、2002年まではITバブル崩壊や、企業会計不信、イラク情勢の緊迫など地政学的リスクの高まりを背景に下落が続いたが、2003年3月のイラク戦争前後から反転上昇した。株価はその後年末まで企業収益の拡大などを背景に上昇傾向を持続している。足元ではダウが2002年5月以来の水準となる10,000ドル台をつけ、イラク戦争開戦直前の最安値から30%程度も上昇している。業種別にみると、半導体や通信機器などIT分野の上昇率が大きい。

米国景気は減税額が縮小した10-12月期も引き続き堅調とみられる。家計部門では、11月の消費者信頼感指数が2002年9月以来の水準まで上昇した。企業部門でも、新規受注や耐久財受注の伸びが急速に高まっているほか、生産活動の活発化を受けて設備稼働率は上昇している。また、これまで景気の足を引っ張ってきた雇用環境についても、夏場以降、失業率の低下や雇用者数の増加が見られるなど改善している。さらに、インフレ率についても緩やかに上昇する兆しがみられるなど、デフレ懸念は後退している。



(2) 2004年の予測～2004年前半にかけて景気加速

本予測の前提条件として、イラク情勢やテロ等の地政学的リスクに大きな変化はないこと、ドル相場的大幅な下落がないこと、を想定した。主な予測結果は以下のとおりである。

実質GDP成長率は、2003年が前年比3.1%と見込まれ、2004年は同4.2%と高まろう。2004年の米国景気は、大型減税や低金利を背景に個人消費や設備投資が堅調に推移するため、前年比ベースで3%台後半～5%程度の成長率を実現するとみられる。

個人消費は、減税による所得の下支え、雇用環境の緩やかな改善などを背景に、増加傾向を持続すると予測される。2003年が前年比3.0%増、2004年が同3.7%増となろう。

住宅投資は、人口増加など構造的要因を背景に引き続き高水準を持続するとみられる。ただし、2004年後半には長期金利の上昇を受けて伸びが鈍化する可能性が高い。2003年が前年比7.2%増、2004

年が同 2.9% 増となろう。

設備投資は、生産の増加や企業収益の拡大を受けて増加傾向で推移するとみられる。特に IT 投資は更新投資や世界的な需要の拡大を背景に、高い伸びを続けよう。2003 年が前年比 3.0% 増、2004 年が同 9.7% 増と高まるとみられる。

消費者物価上昇率（コアベース）は、2004 年半ばにかけて比較的高成長が続くことやドル安傾向を背景に今後は緩やかに高まるとみられる。2003 年が前年比 1.5%、2004 年が同 2.0% となろう。

（3）2004 年後半に減速へ

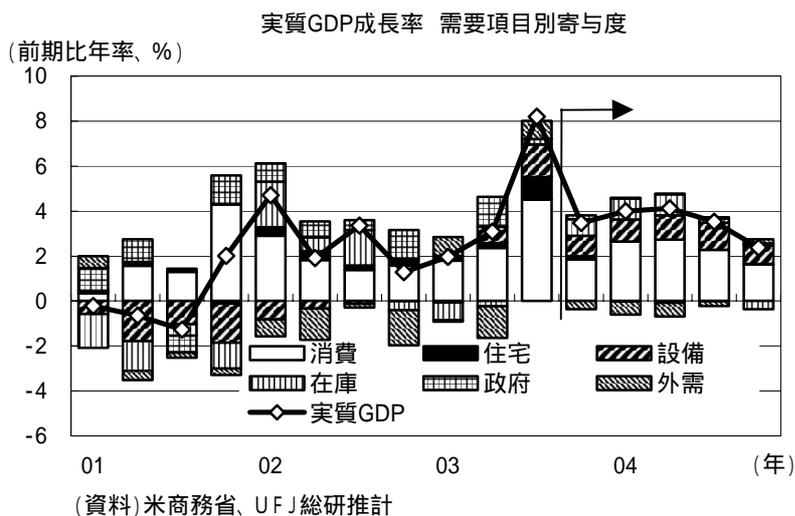
- 米国の景気は 2004 年半ばまで比較的高成長が続くが、2004 年後半になると減速する可能性が高い。主な要因は以下の 3 点である。

追加的な大型減税が家計の可処分所得を下支えするが、2004 年後半になると減税額が縮小すること。

2004 年後半になると年半ばの利上げに伴う長期金利の上昇を背景に、個人消費や設備投資の伸びが鈍化すること。

最終需要の鈍化を受けて在庫が積み上がり局面に入ること。

もっとも減速の程度については、今回の回復局面では企業の在庫積み増し態度が慎重であるため、2004 年に大幅な調整圧力が生じる可能性は低く、比較的小幅なものになるとみられる。



（4）2004 年の米国景気の特徴

今後の米国景気は 2004 年半ばまで成長率が高まり、2004 年後半にやや減速するものの、総じてみれば比較的堅調に推移する可能性が高い。ただし、2004 年の米国景気の特徴として以下の点があげられる。第 1 に、2003 年末までの米国景気の加速は、プッシュ政権が 2004 年 11 月に大統領選挙を控えるなかで大型の追加減税が前倒しで実施されたことにより実現した面が強い。2004 年も財政拡張が景気をけん引する大きな要因となる。ただし、空前の財政拡張は国内貯蓄の減少要因となり、今後の潜在的な調整圧力を高める可能性がある。第 2 に、金融政策についても景気の下支えを重視したのになっている点である。すなわち、足元では成長率が約 20 年ぶりの高水準を達成し、雇用やインフレ率に下げ止まりの動きが出てきているにもかかわらず、金融緩和を「かなりの期間」継続するといった、「異例」の措置をとっている。このため今後、利上げが行なわれる過程で長期金利が急速に上昇するリスクも無視できなくなる可能性がある。

2003 年末までの景気の急上昇は、このように空前の財政拡張と金融緩和といった政策対応に依存している点で、必ずしも景気が自律的な回復軌道に乗ったことを意味するものとは言えない。2004 年に米国景気が自律的な回復を実現できるかどうかは、設備投資の拡大が持続するかどうかという問

題と大いに関連する。ただし、2004年の設備投資については、ITなど更新投資を中心に当面、高い伸びが見込まれるものの、依然として一部に過剰設備が残ることや建設投資の盛り上がり欠ける点などを踏まえると、中長期的な上昇トレンドに乗ったものとみることが現時点で困難である。設備投資は2004年半ばに長期金利が上昇する局面で減速する可能性が高い。

(5) リスク要因

本予測によると、2004年の米国景気は比較的堅調に推移するとみられるが、今後の下振れリスクとしては、イラクの治安回復の遅れやテロ不安の高まりなどを背景にドル安が急速に進行し、海外マネーが流出するケースが考えられる。海外マネーの流出は米国の投資水準を低下させるだけでなく、個人消費を下押しする可能性がある。このため、ドル安が急速に進行する場合には米国景気の減速幅が大きくなる。

【米国見通し総括表】

	2002年		2003年				2004年				2001年	2002年	2003年	2004年
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP(96年価格、10億ドル)	10128.4	10160.8	10,210	10,288	10,493	10,583	10,687	10,796	10,889	10,954	9,867	10,083	10,394	10,831
(前期比年率)	3.4	1.3	2.0	3.1	8.2	3.5	4.0	4.1	3.5	2.4				
(前年比)	3.0	2.8	2.1	2.4	3.6	4.2	4.7	4.9	3.8	3.5	0.5	2.2	3.1	4.2
個人消費	7159.2	7198.9	7,244	7,304	7,418	7,466	7,536	7,608	7,669	7,714	6,905	7,140	7,358	7,632
(前期比年率)	2.0	2.2	2.5	3.3	6.4	2.6	3.8	3.9	3.2	2.3				
(前年比)	3.7	2.7	2.3	2.5	3.6	3.7	4.0	4.2	3.4	3.3	2.5	3.4	3.0	3.7
住宅投資	473.2	481.0	486	492	518	521	521	519	518	518	449	470	504	519
(前期比年率)	4.2	6.8	4.6	4.4	22.7	3.0	-0.5	-1.5	-0.3	0.1				
(前年比)	4.7	7.1	6.1	5.0	9.4	8.4	7.0	5.5	0.2	-0.6	0.4	4.8	7.2	2.9
設備投資	1089.1	1088.9	1,087	1,106	1,143	1,166	1,192	1,220	1,253	1,275	1,177	1,093	1,125	1,235
(前期比年率)	-1.1	-0.1	-0.6	7.0	14.0	8.5	9.1	9.9	11.1	7.3				
(前年比)	-6.4	-2.8	-1.2	1.3	4.9	7.1	9.6	10.4	9.6	9.3	-4.5	-7.2	3.0	9.7
在庫投資	32.8	21.5	1.6	-4.5	-4.5	15.0	40.0	65.0	70.0	60.0	-36.0	5.7	1.9	58.8
(寄与度)	1.6	-0.4	-0.8	-0.2	0.0	0.7	0.9	0.9	0.2	-0.4	-1.2	0.7	0.0	0.5
政府支出	1838.9	1870.8	1,869	1,903	1,909	1,913	1,914	1,915	1,916	1,918	1,769	1,837	1,898	1,916
(前期比年率)	2.5	7.1	-0.4	7.4	1.3	0.9	0.1	0.2	0.3	0.5				
(前年比)	4.6	4.5	3.3	4.1	3.8	2.3	2.4	0.6	0.4	0.3	2.8	3.8	3.4	0.9
純輸出	-471.9	-511.5	-490	-526	-505	-515	-530	-547	-552	-547	-398	-471	-509	-544
(寄与度)	-0.2	-1.6	0.8	-1.4	0.8	-0.4	-0.6	-0.6	-0.2	0.2	-0.1	-0.7	-0.4	-0.3
輸出	1027.3	1017.5	1,012	1,010	1,036	1,050	1,069	1,089	1,103	1,110	1,039	1,014	1,027	1,093
(前期比年率)	4.3	-3.8	-2.0	-1.1	11.0	5.3	7.4	7.8	5.3	2.4				
(前年比)	1.7	3.3	1.7	-0.7	0.9	3.2	5.6	7.9	6.4	5.7	-5.2	-2.4	1.3	6.4
輸入	1499.2	1529.0	1,503	1,536	1,541	1,565	1,599	1,636	1,655	1,657	1,437	1,485	1,536	1,637
(前期比年率)	4.1	8.2	-6.8	9.1	1.5	6.1	9.1	9.5	4.9	0.4				
(前年比)	6.2	9.4	5.3	3.5	2.8	2.3	6.4	6.5	7.4	5.9	-2.6	3.3	3.5	6.6
名目GDP(10億ドル)	10542.0	10623.7	10,736	10,847	11,108	11,229	11,384	11,548	11,709	11,809	10,102	10,481	10,980	11,612
(前期比年率)	4.4	3.1	4.3	4.2	10.0	4.4	5.6	5.9	5.7	3.5				
(前年比)	4.4	4.2	3.9	4.0	5.4	5.7	6.0	6.5	5.4	5.2	2.9	3.8	4.8	5.8
消費者物価コア(前年比、%)	190.87	191.67	192.4	193.1	193.4	194.3	195.5	196.8	197.5	198.6	186.1	190.5	193.3	197.1
	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3	1.4	1.6	1.9	2.1	2.2	2.7	2.3	1.5	2.0
鉱工業生産(前期比、%)	111.5	110.9	111.2	110.0	111.1	111.9	113.2	115.1	117.1	118.7	111.2	110.9	111.1	116.0
	0.3	-0.5	0.2	-1.0	1.0	0.7	1.2	1.6	1.8	1.3	-3.5	-0.3	0.2	4.5
失業率(%)	5.8	5.9	5.8	6.2	6.1	5.9	5.8	5.6	5.5	5.5	4.8	5.8	6.0	5.6
貿易収支(通関、億ドル)	-1196	-1286	-1,328	-1,342	-1,327	-1,345	-1,376	-1,410	-1,421	-1,409	-4,119	-4,683	-5,342	-5,616
(名目GDP比)	-4.5	-5.0	-5.0	-4.9	-4.8	-4.9	-5.0	-4.9	-4.8	-5.2	-4.1	-4.5	-4.9	-4.8
FFレート	1.75	1.44	1.26	1.25	1.01	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	-	-	-	-
10年債利回り	4.3	4.0	3.9	3.6	4.2	4.3	4.5	4.7	4.7	4.6	-	-	-	-

(注) 金利は実績値は期中平均、予測値は期末値、2003年3Qは改定値ベース

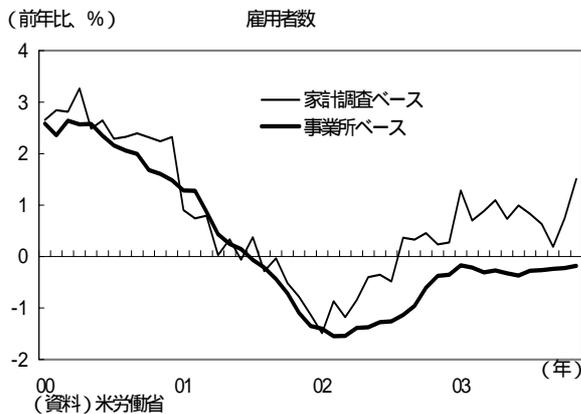
2. 雇用と物価の見通し

米国の成長率は財政拡張や金融緩和に支えられ、2003年半ば以降、急速に上昇した。回復が遅れていた雇用や低下懸念があったインフレ率にも動きがみられるようになっている。

(1) 雇用環境～改善の動き

雇用は改善の兆しがみられる。2003年初めからの動きをみると、失業率は2003年1-3月期の5.8%、から4-6月期には6.2%に高まったが、7-9月期は6.1%となり、その後も失業率は10月6.0%、11月5.9%と低下している。

非農業雇用者数（事業所調査ベース）は8月以降、4ヶ月連続で前月水準を上回っている。業種別にみると、製造業は減少幅が縮小する一方、非製造業は人材派遣や医療、教育などを中心に増加している。事業所調査ベースでみた雇用者数は、家計調査ベース（自営業、農業、家事手伝い等が含まれる）に比べ回復が遅れているものの、今後は景気上昇により緩やかながら増勢テンポを増していくとみられる。11月のISM指数をみると、企業の雇用判断DIは製造業、非製造業とも約3年ぶりに50%を上回った。また、コンファレンスボードの消費者信頼感指数でも、11月の雇用の現状判断について「職が豊富」の回答割合が高まる一方、「就職が困難」の回答割合が低下するなど、改善の動きがみられる。

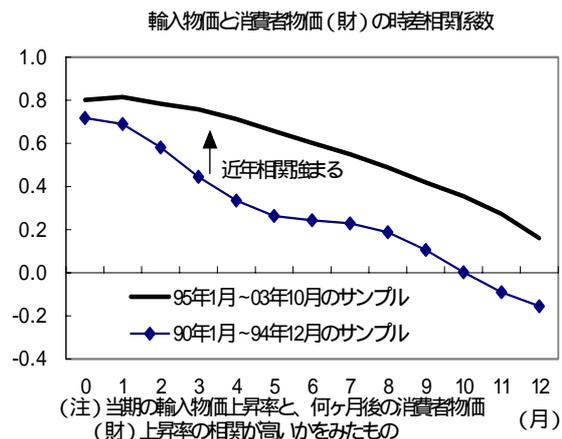
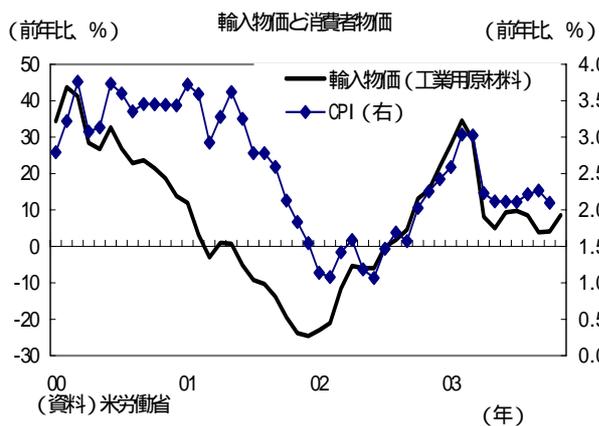


景気の回復局面では新しく職を求めて労働市場に参入する労働力人口が雇用者数を上回りやすく、失業率は上昇する傾向にあるが、10月以降については、労働力人口の増加数を雇用（家計調査ベース）の増加数が上回っており、失業率が低下している。景気の谷とされる2001年11月以降の労働力人口の増加数は月平均12.4万人であるが、2004年以降、この水準を上回る雇用者の増加が見込まれる。雇用環境は今後改善が続き、2004年末には失業率は5.5%まで低下すると予測される。ただし、2004年の雇用環境については、IT分野などで近年、中国やインドなど雇用が海外に流出する面がある点などを踏まえると、回復テンポは緩やかになるとみられる。

(2) 物価～デフレ懸念は後退

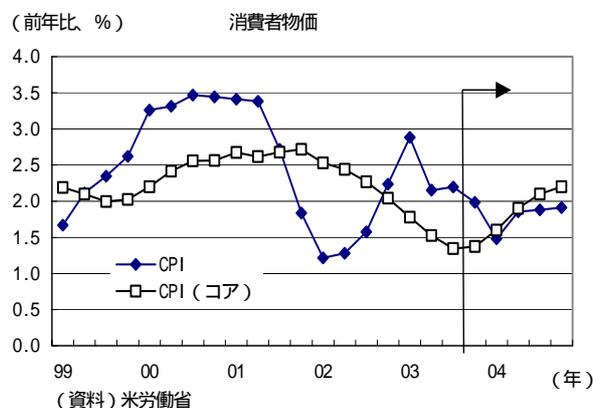
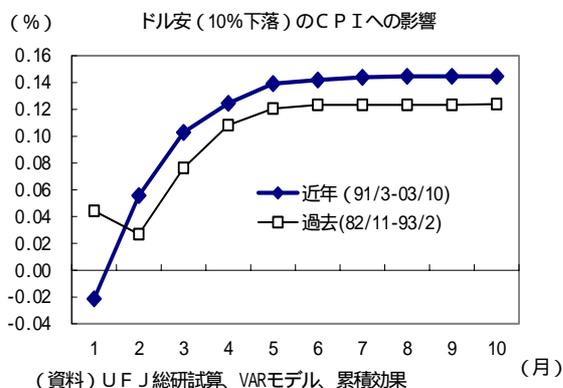
インフレ率は下げ止まっている。2003年初めからの消費者物価（CPI）の動きをみると、コアベースは、1-3月期前年比1.8%、4-6月期同1.5%、7-9月期同1.3%と低下してきたが、月次でみると、10月は前年比1.3%と、9月の同1.2%から上昇に転じている。

消費者物価の動きを考える上で、輸入物価やドル相場の動向を無視できない。輸入物価は14ヶ月連続で前年水準を上回っているが、11月は前年比2.1%と10月の同0.7%から上昇幅が大幅に拡大している。品目別にみると、原油や金属鉱石など商品価格の上昇を反映して工業用原材料（ウェイト26.2%）の上昇幅が拡大しているほか、資本財のマイナス幅が縮小し、消費財がプラスに転じている。足元の輸入物価の上昇はドル相場下落の影響しているとみられる。ドルの下落率が大きいカナダや欧州からの輸入製品の価格上昇率が高くなっている。



輸入物価上昇率と消費者物価上昇率の時差相関係数を調べてみると、近年（95年以降）のサンプルで計算した相関は、90年代前半のサンプルで計算した場合に比べて高くなっていることがうかがえる。これはドル安などにより輸入物価上昇率が高まる場合には消費者物価指数上昇率も連動する可能性があることを示唆している。また、ドル安が消費者物価上昇率に与える影響をVARモデル（実効レート、失業率、コアCPI、設備稼働率を変数）により試算すると、ドル安はタイムラグを伴って消費者物価を押し上げる関係にあり、特に近年（前回の景気の谷から足元までのサンプル）はその傾向があることがうかがえる。

2004年の消費者物価(CPI)上昇率については、景気上昇とドル安傾向を背景に、コアベースで徐々に高まり、2004年後半には前年比2%の水準を上回るとみられる。ただし、総合ベースの消費者物価の上昇率は2004年末に向けて原油価格が落ち着くことから小幅にとどまろう。



3. 家計部門の見通し

(1) 所得環境～減税による下支え

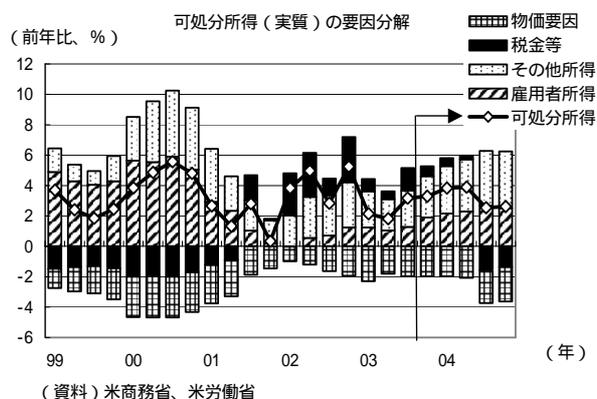
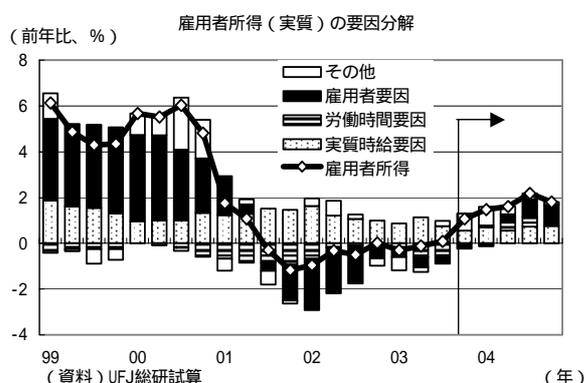
雇用者所得（実質ベース）は低迷が続いている。雇用者所得の内訳をみると、時給は、名目ベースで1-3月期前年比3.4%、4-6月期3.2%、7-9月期2.9%と緩やかに低下し、実質ベースでも伸び悩み傾向で推移した。また、労働時間についても、生産活動の弱さを背景に1-3月期以降、3四半期連続で前年水準を下回った。さらに雇用者も前年水準を下回る推移が続いた。

一方、雇用者所得が伸び悩むなかでも、家計の可処分所得は追加的減税の実施により、2003年7-9月期は前期比2.4%増と、2002年1-3月期以来の高い伸びとなった。

今後は、景気の上昇に伴い、労働時間、時給、雇用がいずれも緩やかに改善し、雇用者所得は徐々に増加するとみられる。ただし、雇用者所得の伸びは雇用の回復テンポが緩やかなことなどから低い伸

びにとどまるとみられる。

減税額については、2003年10-12月期は7-9月期から大幅に縮小するものの、2004年1-3月期、4-6月期は2003年分の確定申告による所得の増加が見込まれる。このため、家計の可処分所得は2004年前半まで伸びが高まるとみられる。しかし、2004年後半には減税額が縮小することなどから可処

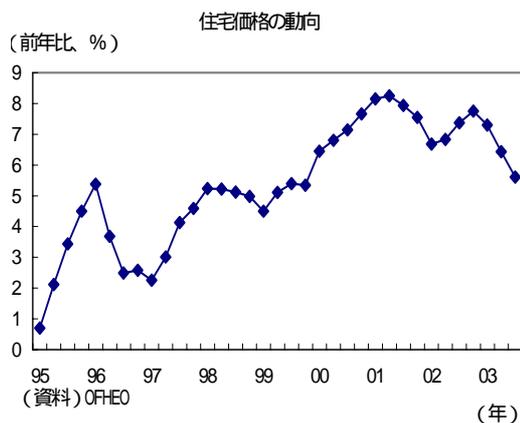
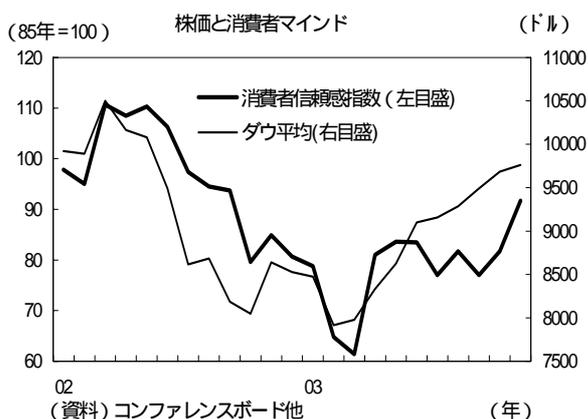


分所得の伸びは鈍化すると予測される。

(2) 個人消費～消費者マインドも上昇

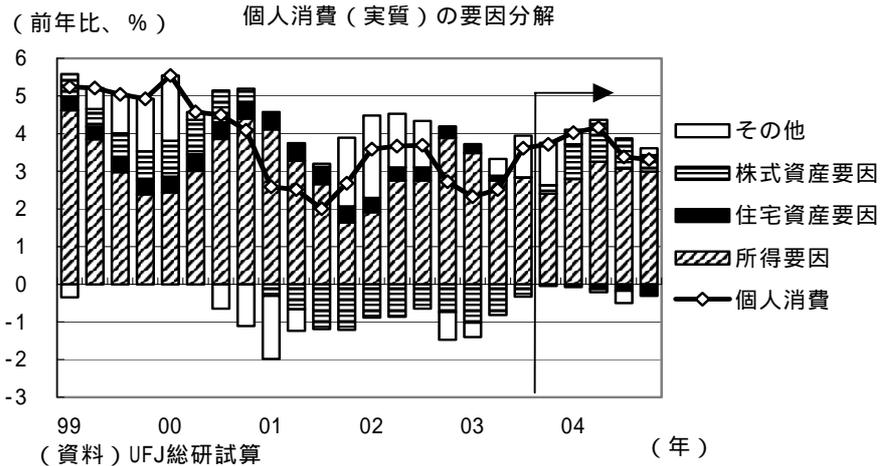
個人消費は堅調に推移している。2003年前半にはイラク戦争など株価低迷や厳しい雇用環境などを背景に低調であったが、伸び率の推移をみると、2003年1-3月期前期比年率プラス2.0%、4-6月期が同プラス3.8%、7-9月期が同プラス6.4%と高まっている。特に、7-9月期は追加的減税の影響が大きい。

消費者マインドは株価の上昇や雇用環境の改善を受けて上昇している。コンファレンスボードの消費者信頼感指数(85年=100)は2003年11月に91.7となり、2002年9月以来の高い水準となった。また、クリスマス商戦についても出足が好調である。さらに、2003年9月以降、減少していた自動車販売についても、11月にはキャッシュバックなど販促キャンペーンを背景に改善の動きをみせている。



個人消費に影響を与える資産効果については、株価上昇による株式資産による資産効果が強まる一方で、住宅の資産効果については、住宅価格の上昇率が緩やかに鈍化するなかで徐々に弱まる傾向にある。足元の個人消費の動きを、可処分所得、株式純資産、住宅純資産の3つの要因からみると、2003年7-9月期は、株式純資産の要因やその他の要因(消費者マインドの改善などが含まれる)が押し上げに寄与していることがうかがえる。

2004年に向けての個人消費は、可処分所得と株式純資産の増加にけん引され、堅調に推移するとみられる。ただし、2004年後半になると、減税効果のはく落や株価の伸び悩みにより個人消費の伸びは鈍化するとみられる。個人消費は、2003年が前年比3.0%増、2004年が同3.7%増と予測される。



(3) 住宅投資～高水準を持続

住宅投資は大幅に拡大している。2003年4-6月期前期比年率6.6%から7-9月期は同22.7%へ大幅に拡大した。住宅投資の拡大には金利低下、人口増加が影響している。特に、7-9月期の大幅増は長期金利の上昇期待が高まるなかで駆け込み的に増加した側面もある。

2004年の住宅投資については、長期金利が上昇するなかで減速する可能性が高い。住宅投資は2003年が前年比7.2%増から2004年には同2.9%増に減速しよう。

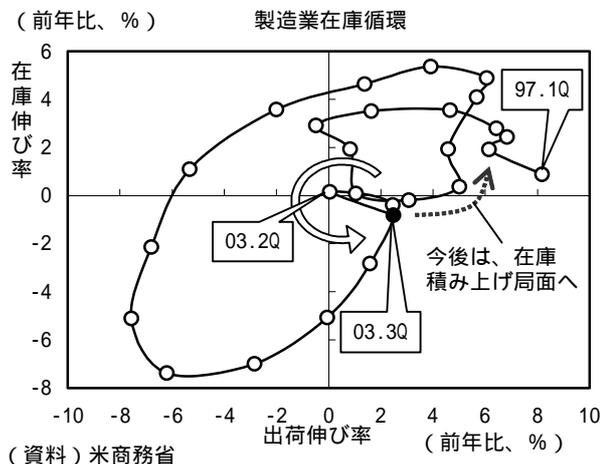
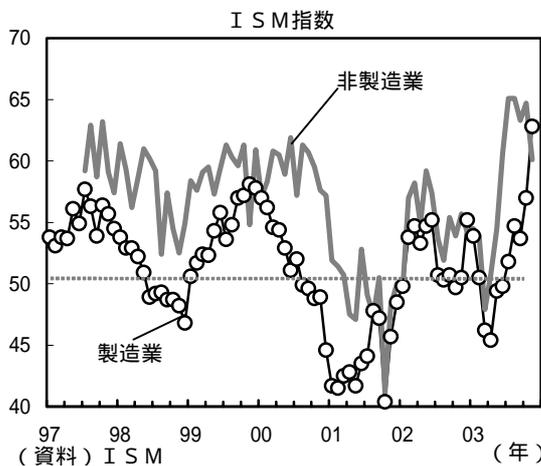
4. 企業部門の見通し

(1) 企業活動～回復の動き強まる

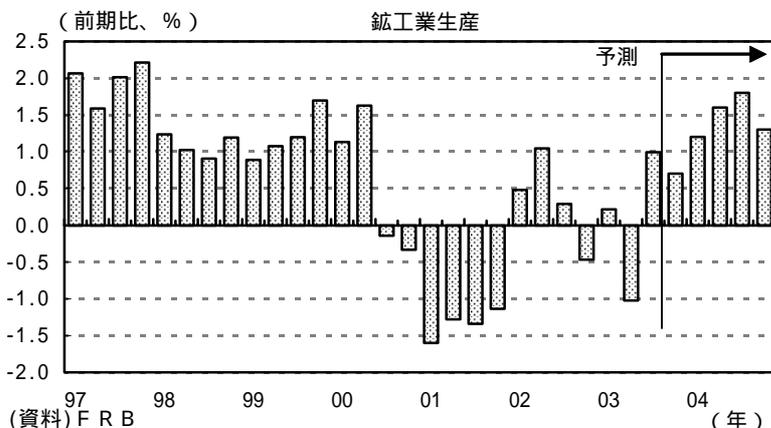
企業部門は回復の動きが強まっている。11月のISM製造業指数は62.8となり、企業活動の拡大・縮小の分岐点とされる50を5ヵ月連続で上回った。また、同月のISM非製造業指数も60.1となり、8ヵ月連続で50を上回った。イラク戦争終結による地政学的リスクの後退や減税による個人消費の好調を受けて、企業活動も持ち直しの動きがはっきりしてきた。

在庫循環図をみると、イラク戦争や新型肺炎SARS(重症急性呼吸器症候群)の影響を強く受けた2003年4-6月期は出荷の伸びが急低下し、在庫調整局面入りが懸念されたが、7-9月期は需要の持ち直しから出荷の伸びが再び高まった。今後は、消費や投資の堅調を反映して、在庫積み増しの動きが出てくることが予想される。

生産についても、需要が堅調さを増してきたことを受けて回復に転じている。10月の鉱工業生産は前月比0.2%増加し、4ヵ月連続で前月を上回った。品目別では、IT関連の生産の伸びが高まっている



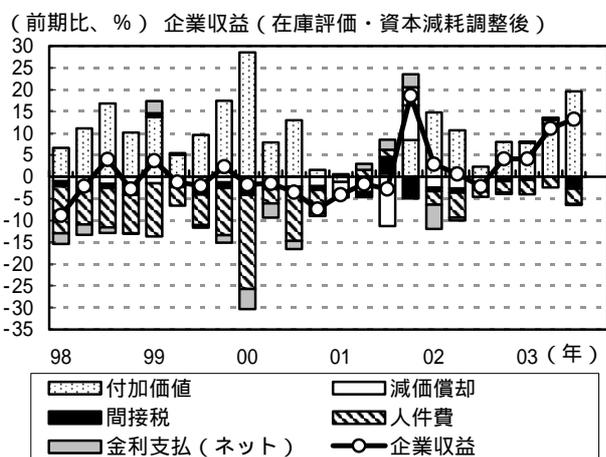
ことに加え、IT以外の品目でも生産増加または減少幅縮小の動きがみられる。また、製造業の10月の在庫率（在庫額/出荷額）は1.30と極めて低い水準（出荷・在庫統計が現在の基準になった1992年以降では最低）にあるため、今後は在庫の積み増しの動きも生産回復を支える要因になるとみられる。



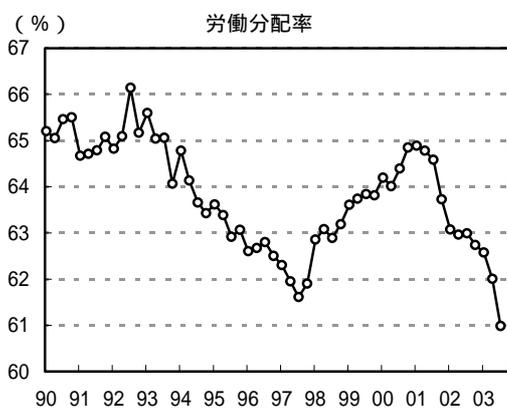
(2) 企業収益～拡大傾向

企業収益は回復が続いている。2003年7-9月期の法人企業の税引き前利益（在庫評価・資本減耗調整後）は前期比13.2%増となり、4四半期連続で前期を上回った。企業部門GDP（営業利益）の伸びが高まっていることに加えて、人件費の抑制が続いていることが収益の回復に寄与している。これは生産性の上昇によって、人員削減を進めながらも生産を拡大できるようになったことの成果といえる。こうした生産性上昇の結果、7-9月期の労働分配率は61%に低下しており、企業の収益力向上を示唆している。

足元の雇用動向をみると、雇用者数が8月以降増加に転じていることから、今後は人件費の増加が収益の下押し要因となることが予想される。その一方で、国内需要の伸びの高まりや外需の持ち直しを受けて、売上の増加が続くと予想されるため、企業収益は底堅い推移が続くとみられる。



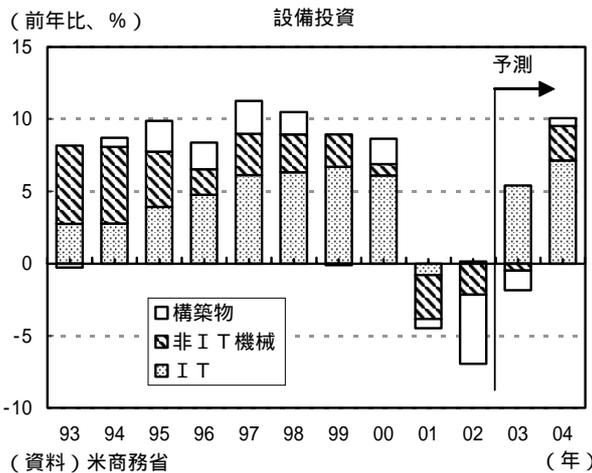
(資料) 米商務省



(注) 労働分配率 = 人件費 ÷ 企業部門GDP (年)
 (資料) 米商務省

(3) 設備投資～ITを中心に拡大

設備投資はIT関連を中心に堅調さを増している。コンピューター等の更新需要が増加していることに加えて、2003年5月から始まった投資減税が設備投資を促進しており、7-9月期は前期比年率14.0%増と大幅に増加した。今後は、生産の伸びの高まりを受けて設備稼働率が上昇してくることが予想されるため、IT関連以外の機械設備投資もはっきりとした回復に転じる可能性が高い。設備投資は2003年が前年比3.0%増、2004年が同9.7%増となろう。

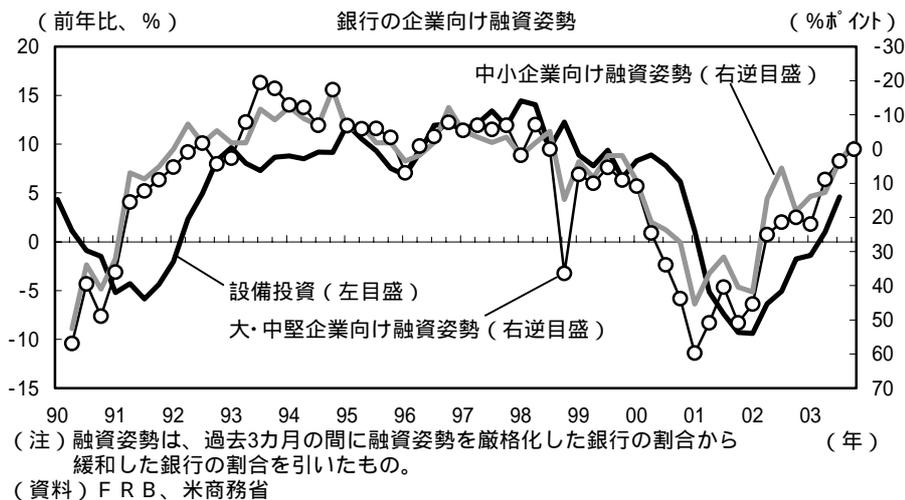


2003年減税の投資減税

A. 設備の初年度追加償却枠拡大	
内容	新規に投資した設備について、初年度は通常の償却に加えて、投資額の50%の償却を認める。(2001年減税で設けられた初年度30%の追加償却枠を50%に拡大。)
対象	2003年5月5日から2005年1月1日までに購入し、稼動した設備。
減税効果	2003会計年度：100億ドル 2004会計年度：330億ドル
B. 中小企業向け投資減税	
内容	新規に投資した設備について、10万ドルの即時償却を認める。(従来は2.5万ドル)
期間	2003年1月から2005年12月まで。
減税効果	2003会計年度：20億ドル 2004会計年度：30億ドル

(注) 中小企業は、AとBの併用可。
(資料) 米財務省、米議会予算局

資金調達環境の改善も設備投資の回復を支える要因となる。銀行の企業向け融資姿勢をみると、融資姿勢を厳格化した銀行の割合が低下傾向にある。2003年10月調査では、中小企業向け融資態度D I (融資態度を厳格化した銀行の割合から緩和した銀行の割合を引いたもの)が21四半期ぶりにマイナスに転じた。また、株価の上昇や社債スプレッドの縮小も設備投資の回復持続に寄与するとみられる。



5. 財政政策の見通し

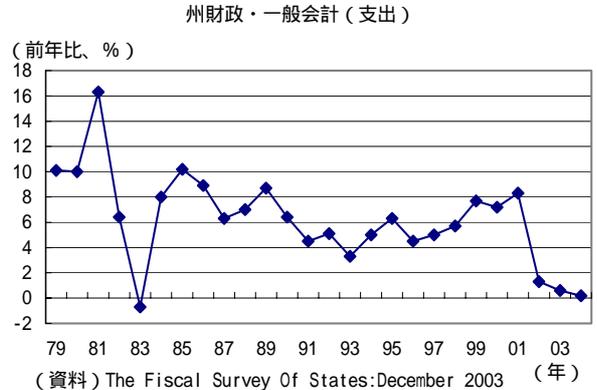
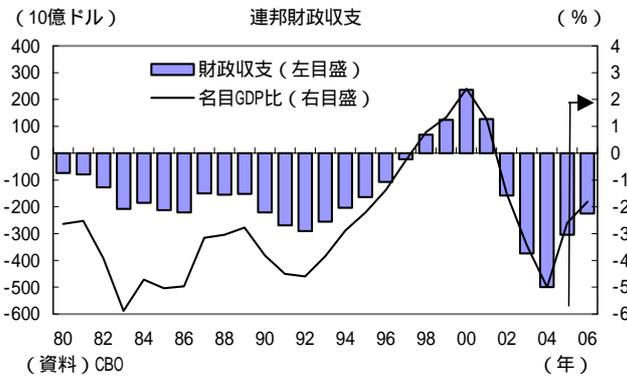
(1) 連邦財政～2004会計年度は5,000億ドル超の赤字へ

連邦財政は悪化傾向で推移している。1998年度から2001年度まで黒字で推移した連邦の財政収支は2002年度がマイナス1,590億ドル、2003年度がマイナス3,740億ドルと、2年連続で赤字となり、赤字幅が拡大した。2003年度は歳入が減税の影響で前年比3.8%減となる一方、歳出はイラク戦争などから同7.2%増加した。

連邦の財政赤字は2004年度以降も拡大する可能性が高い。2003年10月に行政管理予算局(OMB)は2004年度の景気が回復しても5000億ドルを超える可能性があるとして指摘している。また、2003年11月には高齢者の処方薬代金を保険の対象とすることなどを柱とした高齢者医療保険(メディケア)改革法案が成立(1965年の制度発足以来38年ぶりの大改革、メディケアには65歳以上高齢者や約4000万人が加入)に伴い、今後10年間で4,000億ドル弱の財政支出を伴うことになる見通しである。

(2) 地方財政～税収の回復遅れる

景気回復のなかでも州・地方の税収の回復が遅れている。The National Governors Association の12月調査によると、州の一般会計は2004年度に0.2%（名目）と1983年以来の低水準にとどまる見通しである。2003年度は21の州で税収が前年割れとなったが、2004年度は13の州でマイナスが見込まれている。州ではメディケイトなど社会保障関連支出の負担が重く、今後も歳出削減圧力が残るものとみられる。このため景気に対して下押し圧力が働くこととなる。



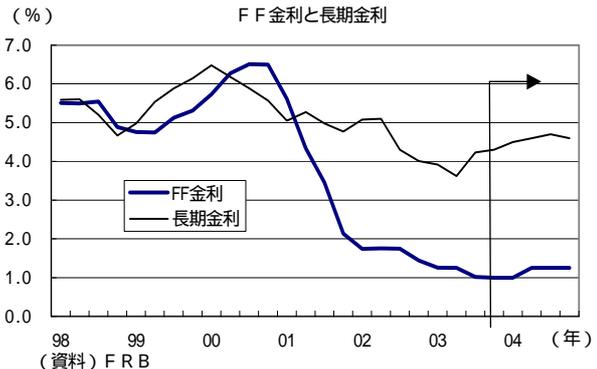
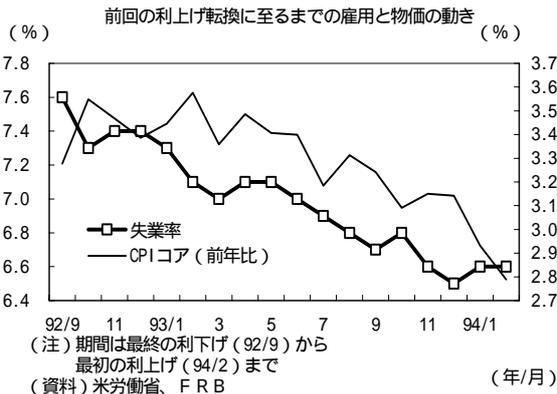
6. 金融政策の見通し

(1) 金融政策～2004年半ばに利上げ

FF (フェデラルファンド) 金利は2003年6月25日のFOMC (連邦公開市場委員会) で0.25%ポイント引き下げられた後、足元まで年1.0%の水準で推移している。5月6日のFOMCでFRBが「好ましくないインフレ率低下の確率がインフレ率上昇の確率をわずかに上回る」と指摘したことを受けて、市場ではデフレ懸念が急速に広がった。しかし、その後はインフレ率が下げ止まるなかで、12月9日のFOMCでは「好ましくないインフレ率低下の確率は後退した」と指摘された。

FRBは12月9日のFOMCで雇用判断を上方修正し、デフレ懸念を後退させた一方で、現行の金融緩和政策を「かなりの期間」(considerable period) 継続するスタンスを維持している。FRBには景気上昇とともに利上げ観測が急速に高まることで長期金利の上昇圧力が強まることを避ける狙いがあるとみられるが、こうした「異例」のスタンスはFRBの景気判断と整合的とは言えないものになっている。このため、景気が加速しデフレギャップが縮小する2004年1-3月期に「かなりの期間」のいう声明文の文言が削除される可能性が高い。

今後の金融政策については、景気上昇テンポが速まり、雇用環境の改善やインフレ率の上昇が見込まれる2004年半ば(2004年6月)に0.25%ポイントの利上げが行なわると予測される。2004年後半は、11月に大統領選挙を控えていることや景気が減速することなどから、FF金利の水準が据え置かれるとみられる。



最近の金融政策・FOMCの声明文の内容

	月/日	FF金利	FRBの景気判断等				金融政策運営方針・リスク判断		金融緩和期間
			主な指摘	雇用判断	企業の価格決定力	コアインフ	景気	インフレ率	
03年	1/29	1.25	生産性上昇 原油価格上昇 地政学的リスク	-	-	-	中立	-	-
	3/18	1.25	生産性上昇 原油価格上昇 地政学的リスク	悪化	-	-	判断留保	-	-
	5/6	1.25	原油価格安定 消費者マインド改善 金融市場が安定	-	-	-	重視	好ましくないインフレ率低下の確率が上昇をわずかに上回る	-
	6/25	1.00	生産性上昇 支出堅調の兆し 金融市場が改善	安定化	-	-	中立	好ましくないインフレ率低下の確率が上昇をわずかに上回る	-
	8/12	1.00	生産性上昇 支出堅調	明暗ばらつき	弱い	弱い	中立	好ましくないインフレ率低下の確率が上昇をわずかに上回る	かなりの期間
	9/16	1.00	生産性上昇 支出堅調	弱含み	弱い	弱い	中立	好ましくないインフレ率低下の確率が上昇をわずかに上回る	かなりの期間
	10/28	1.00	生産性上昇 支出堅調	安定化	弱い	弱い	中立	好ましくないインフレ率低下の確率が上昇をわずかに上回る	かなりの期間
	12/9	1.00	生産性上昇 産出が好調	緩やかに改善	-	弱い	中立	好ましくないインフレ率低下の確率は後退	かなりの期間

(資料) FRB資料を基にUFJ総研作成

(2) 長期金利

長期金利は安定した動きとなっている。国債 10 年物利回りの推移をみると、5 月の FOMC を契機にデフレ懸念が広がったことから 6 月には 3% 台前半まで低下したが、年後半に入ると、景気上昇期待が高まったことを受けて、8 月から 9 月にかけて 4% 台半ばまで上昇し、その後は足元まで 4% 台前半の落ち着いた動きとなっている。

2004 年の長期金利は、年半ばに FF 金利が上昇すること、財政赤字拡大が続くなかで企業部門の資金需要が拡大することに伴うクラウディングアウトが生じること、などから上昇するとみられる。国債 10 年物利回りは 2004 年半ばには 4% 台後半で推移するとみられる。

7. おわりに～リスク要因：ドル相場の急速な下落

以上みたように、米国景気は 2004 年に向けて加速するとみられるが、下振れリスクとしてはドルの急速な下落があげられる。

(1) ドル相場の下落

ドル相場は 2002 年初めから下落傾向で推移している。2003 年 9 月 20 日のドバイでの G7 (先進 7 カ国蔵相・中央銀行総裁会議) を契機にさらに大きく下落し、足元でもドル相場はユーロや円など主要通貨に対して下落幅を拡大させている。ドル相場が下落傾向で推移している背景には、2004 年に大統領選挙を控えて政治的な側面からドル安が容認されやすいことがある。米国政府は「強いドル政策」の継続を強調するなど、ドル相場の大幅な下落を阻止するスタンスを示しているが、ドル安圧力は依然として根強い。

ドル安要因としては、イラク情勢の泥沼化とテロ不安の高まり、投信や外国為替における不正取引など、会計疑惑問題、これまで「暗黙の保証」があるとみなされてきた政府機関債についても、今年半ば以降、信用が低下していること、海外から米国への投資ないし米国の経常収支赤字が高水準で推移するなか、その持続可能性 (サステナビリティ) に対する懸念が強まっていること、などがあげられる。

下落するドル相場



(2) 海外マネーの流入減少

ドル相場と海外マネーの相関をみると、近年はドル安が進むと海外からの投資が弱含む傾向にある。したがって、今後ドル安が急速に進行する場合には、海外からの投資が減少する可能性がある。近年では米国の対外不均衡が拡大するなかで、国内投資に対する海外マネー(海外貯蓄)の比率は急速に上昇しているが、海外マネーの減少は、国内投資を抑制する要因になるだけでなく、長期金利の上昇や株価下落を誘発することを通じて、個人消費にも下押し要因となるとみられる(詳細はUFJ総合研究所調査レポート「ドル安・資金流出が進む米国経済」(NO.03/84、12月1日発表)を参照)。そうした場合には、景気の調整程度が基本シナリオに比べて大きくなるとみられる。

