
けいざい早わかり 2011年度第7号

米国景気の減速懸念について

【目次】

- Q1. 米国経済の「日本化」が心配されています。 p.1
- Q2. 景気回復に足踏みがみられるのはなぜですか？ p.2
- Q3. バブル崩壊の後遺症を乗り越えることができますでしょうか？ p.3
- Q4. QE3は実施されますか？ p.4
- Q5. 景気対策や財政再建の議論は進みますか？ p.5

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 細尾 忠生 (chosa-report@murc.jp)

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

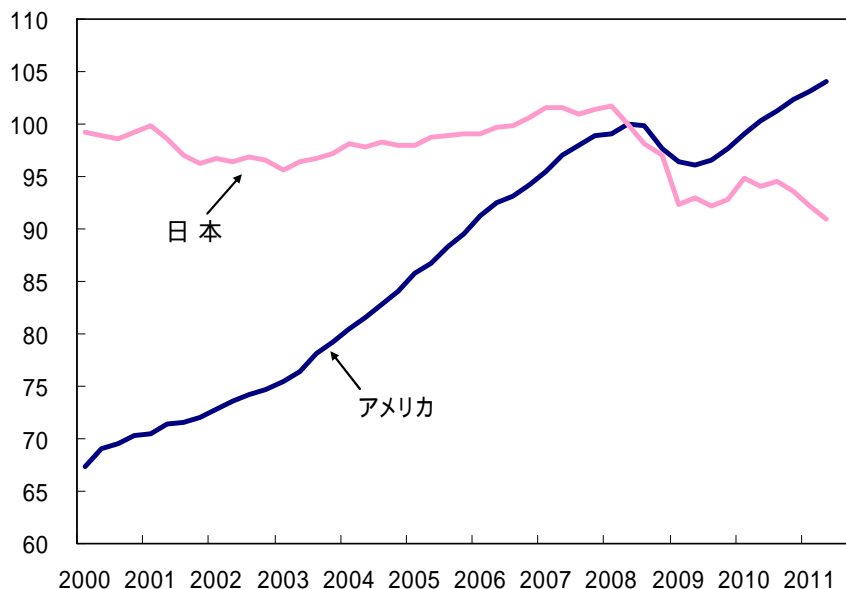
TEL: 03-6711-1250

Q1. 米国経済の「日本化」が心配されています。

- ・ 米国では弱い経済指標の発表が相次いでおり、景気の先行きが心配されています。
- ・ きっかけとなったのは7月末に公表されたGDP統計でした。米国のGDP統計は、毎年この時期に過去に遡って改定されます。今回この1年間の値が下方改定された結果、当初発表されていた値では、金融危機前のピークを上回る水準に回復していたのが、実際にはそうでなかったこと、今年上半期の経済がほぼゼロ成長にとどまっていたことなど、経済の先行きへの懸念を強めるショッキングな内容でした。
- ・ 米国景気の回復テンポが実は弱かったということが判明したことをきっかけに、欧米の主要メディアでは、米国も日本と同様に長期停滞に陥るとする「日本化」の議論が広がりました。「ジャパニフィケーション」、「ジャパナイゼーション」、「ターニング・ジャパニーズ」と呼ばれる議論です。
- ・ もっとも、GDP統計がこの時期に年次改定され、直近分が低めの数字に改定される一方、翌年になると今度は逆に強めの数字に上方改定される「統計のクセ」があることは、一部の専門家に知られていても、メディアや金融市場ではそうした事実が知られていません。
- ・ そもそも、米国では所得の回復が顕著となっています。それに対し、直近2011年4~6月期の日本の名目所得は、バブルのピークであった1991年（平成3年）以来20年ぶりの水準に落ち込み、文字どおり失われた20年が現在進行形で進んでいます（図表1）。
- ・ 所得が増えている米国を日本と同じと考えるのは間違いです。米国では所得の増加にともなって個人消費の回復が続いています（次頁図表2）。所得分配が偏っているため、いまだ苦境に直面している家計が多いのは確かですが、所得分配という構造的な問題と、景気のよし悪しを混同した議論が多いのも確かです。構造的な弱さを抱えているため、手放しに楽観はできませんが、端的に言えば、「強くもなく弱くもない」といったあたりが、米国経済の現状ではないでしょうか。

図表1. 日本と米国の名目所得（GDP）

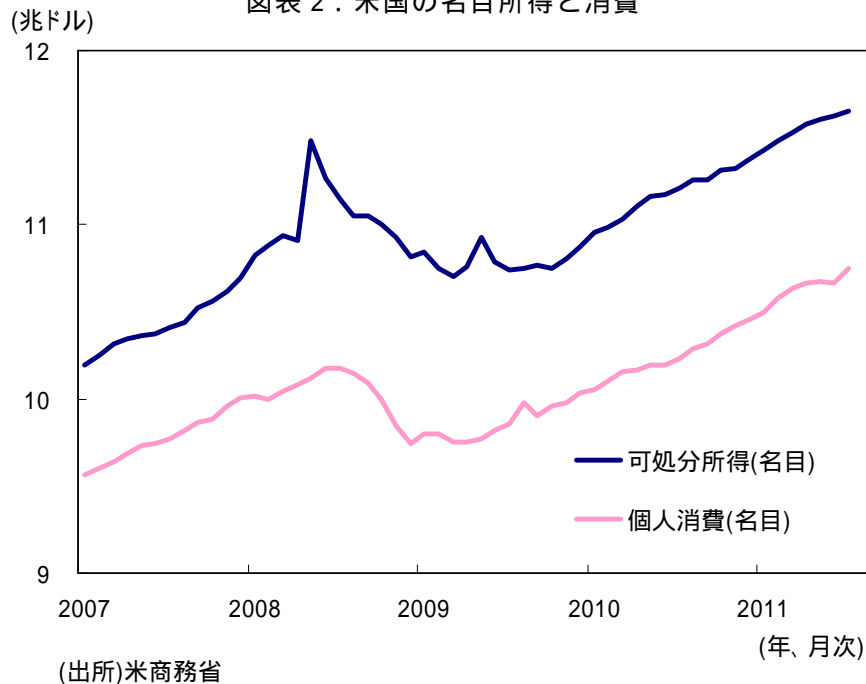
(リーマン危機前 = 100)



(出所) 内閣府、アメリカ商務省

(年、四半期)

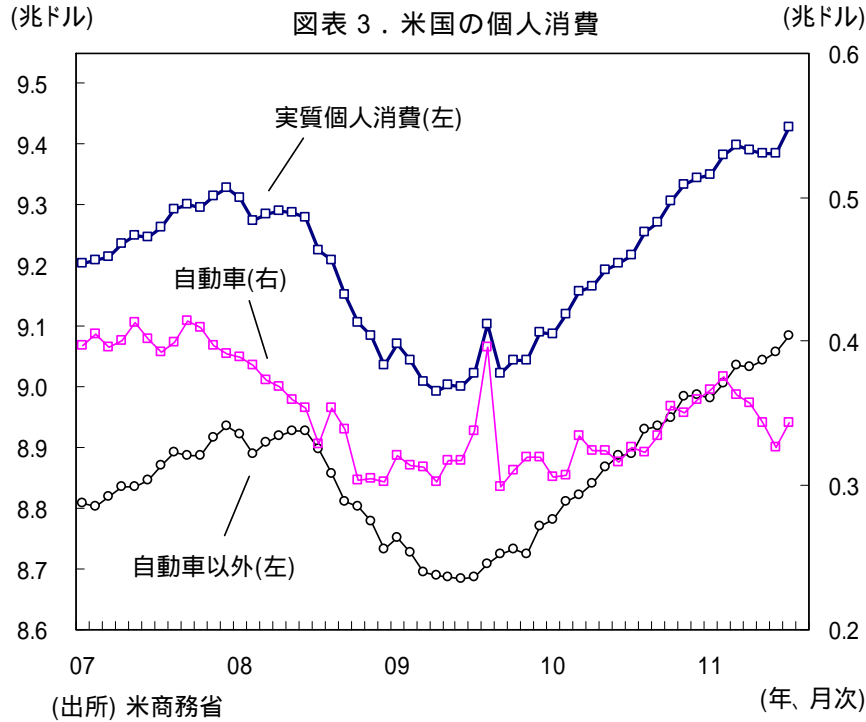
図表 2 . 米国の名目所得と消費



Q 2 . 景気回復に足踏みがみられるのはなぜですか？

- ・ ガソリン価格の上昇によって、個人消費が伸び悩んだことが大きな要因です。米国は世界最大のガソリン消費大国です。生活必需品であるガソリン支出が増えると増税と同じ効果を持ってしまい、ガソリン以外の消費を切り詰める必要が生じます。
- ・ ガソリン価格が急騰した4~6月の個人消費は3ヶ月連続で減少しましたが、7月はガソリン価格が反落し個人消費も増加しました(次頁図表3)。それでも1ガロン4ドルから3.5ドルに下がったにすぎません。経験的に3ドルを越えると個人消費が伸び悩む傾向がみられ、消費者の実感としてはまだ高いでしょう。ガソリン価格の高止まりは今後も個人消費の抑制要因になる可能性があります。
- ・ もう一つの心配は自動車の生産不足です。東日本大震災の影響によって、自動車の部品供給が停滞しました。日系メーカーに限らずビッグ・スリーも日本製の部品供給に依存していたため影響を受けました。日本の自動車生産は急回復しましたが、供給先はまずは国内優先です。米国では少しタイミングが遅れ、今月末ようやくフル生産に戻る見込みです。
- ・ 米国の自動車ディーラーは在庫が不足し値引きを控えました。値引き慣行のある米国では実質的な値上げです。待てば解消される見込みがあるため、消費者は買い控えを強め、春から夏にかけて自動車販売が減少しました。もっとも、個人消費統計をみると、自動車支出は7月から回復に転じました(次頁図表3)。株安などの影響が心配された8月も、新車販売統計によると日系メーカーは品不足の影響が残り販売が低迷しましたが、米系、韓国系メーカーは好調でした。経済全体への影響が大きい自動車の生産や販売が回復しているため、足元7~9月期のGDP成長率は個人消費や在庫投資がけん引し2.5%程度と比較的しっかりした成長が見込まれます。
- ・ もちろん、この他にも雇用回復の足取りは鈍く、住宅市場の低迷が続いていることはいうまでもありません。しかし、いずれも当初から解決まで時間がかかると考えられてきた構造的な問題です。

構造問題が残っていることは景気の回復テンポが弱い一因です。それでも、図表3の個人消費の動きにみられるとおり、2009年半ばに景気が底入れした後は緩やかながらも着実に回復が続いてきたことも確かです。個人消費の動きなどから読み取れるこうした景気の方角性と、雇用や住宅などの構造問題を区別して考えることは、景気の方角性を占うさいの重要なポイントです。



Q3. バブル崩壊の後遺症を乗り越えることができるでしょうか？

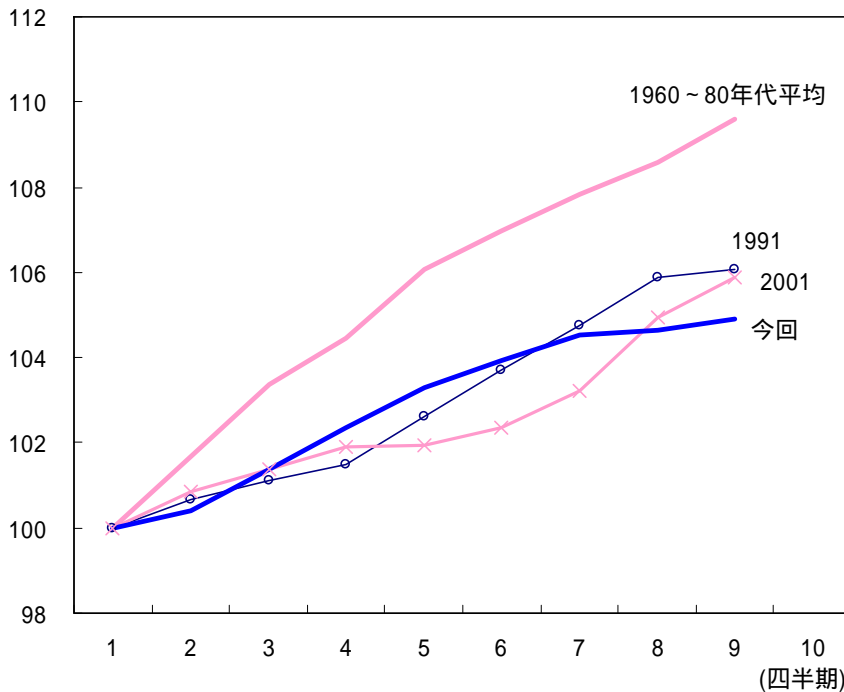
- 金融危機をきっかけに、過剰消費や株高など住宅バブルで押し上げられていた部分がはく落し、米国経済は調整を迫られました。米国が競争力を持っていた金融業において、規制が強化された影響も心配です。こうした様々な要因が、米国経済の潜在成長率や金融資産の平均収益率にどのような影響を与えるのか、まだ十分に見えてこないため不透明感が払しょくされない状況が続いています。
- 米国経済は1970年代の石油危機をきっかけに成長率が低下しました。1980年代には日本の追い上げによって米国の長期停滞が警戒されるようになり、産業再生や競争力強化など成長戦略への問題意識が強まりました。そうした中で規制緩和を進めながらサービス業を強化し、とりわけ金融業が戦略的なセクターとして位置づけられるようになりました。こうした取り組みが1990年代のITブーム、2000年代の住宅ブームの遠因となり、米国経済に光と影を落とすことになりました。
- 次頁の図表4では景気回復のさいのGDPの推移をみています。1980年代までと1990年代以降を比べると、回復テンポが明瞭に低下したことが分かります。ITブームや住宅ブームの最中であっても、かつてのような高成長を達成することが難しくなっていたのです。
- これは必ずしも問題というわけではありません。経済の成熟化にともないサービス業のウエイトが高まると成長率が低下するのは自然なことです。また、成長率が低下すれば雇用の回復テンポが落

ちることも避けられません。1990年代はITブームでしたが「ジョブレス・リカバリー（雇用なき景気回復）」と呼ばれ、2000年代は住宅ブームでしたが「ジョブロス・リカバリー（雇用喪失下での景気回復）」と呼ばれました。

- ・ 米国経済がバブル崩壊の後遺症に直面し、景気の回復テンポが弱いことは確かです。しかし、今回の景気回復だけが特殊な状況にあるわけではありません。雇用や住宅の回復が遅れていることよりも、成熟した経済がさらに成長を持続していくことの難しさに直面しているということではないでしょうか。こうした課題は米国だけでなく、日本や欧州など先進国が共通して向き合う課題です。繰り返しになりますが、こうした構造的な課題と景気の方角性を混同しないように注意が必要です。

図表 4 . 景気の回復テンポの比較

(景気のボトム = 100)



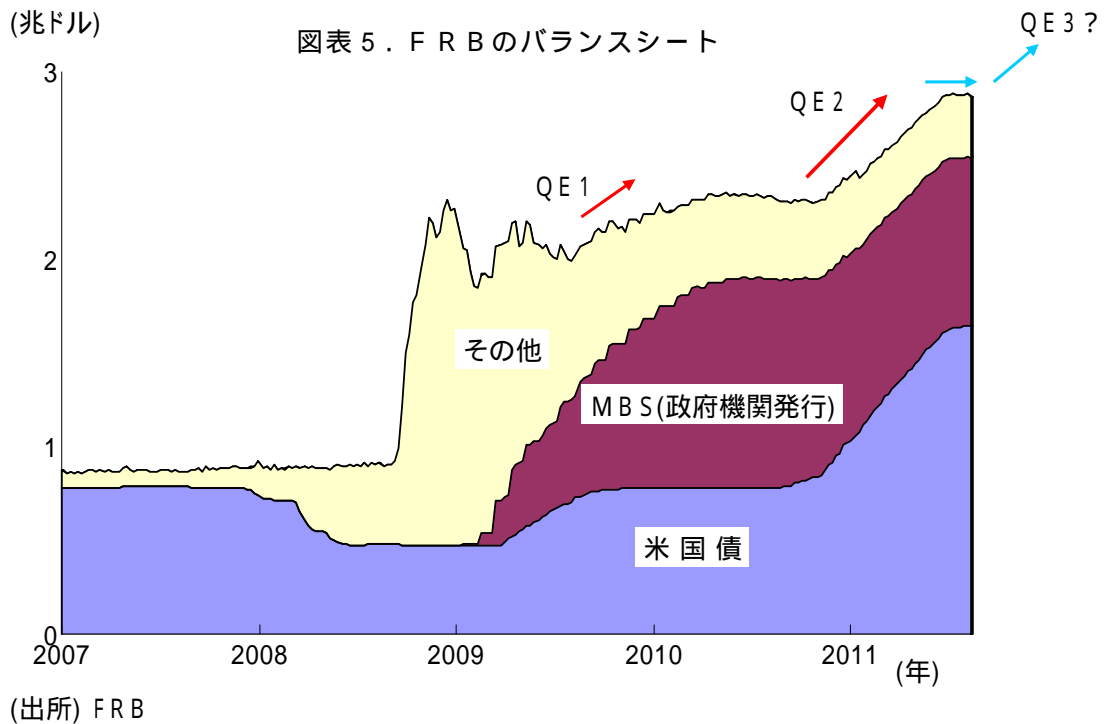
(注) 景気回復期の実質GDPの推移
(出所) 米商務省、全米経済研究所

Q 4 . Q E 3 は実施されますか？

- ・ F R Bのバーナンキ議長は 8 月末の国際シンポジウムの講演で、9 月の F O M C で追加緩和を検討する方針を表明しました。
- ・ バーナンキ議長はこれまで講演などで追加緩和の具体策を 3 つ示しています。第一にバランスシートの規模を維持する時間軸を示すこと、第二に銀行が F R B に預ける準備預金の金利を引き下げることで、第三に保有する国債の銘柄を入れ替え長期国債の保有割合を増やすことです。
- ・ 第一のバランスシートの規模は、F R B の金融緩和の程度をみる目安として金融市場や専門家から注目されています (図表 5)。異例の金融緩和を解除する出口戦略を開始するさいには、まずバランスシートの規模を縮小させる方針も示されています。このため、少なくとも向こう 2 年程度、バラ

ンスシートの規模を維持することによって金融緩和状態を維持すると宣言することは、金融市場に安心感を与えることになるでしょう。

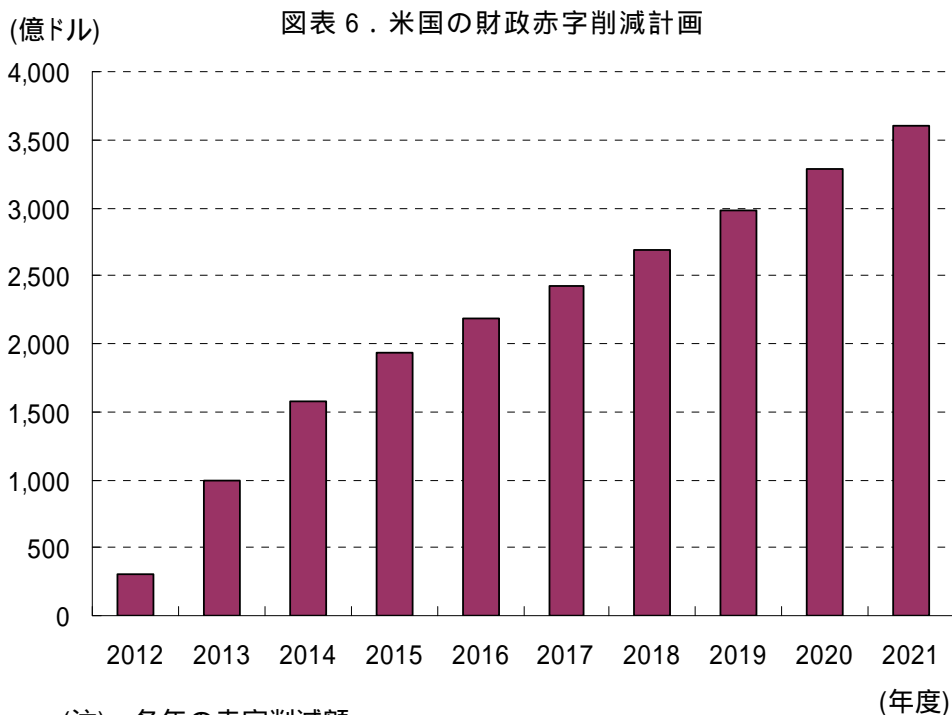
- ・ 第二の準備預金金利を引き下げると、銀行はF R Bに資金を預けるインセンティブが低下します。銀行が資金をF R Bに預けずに、投資や融資などに回すよう誘導する政策です。教科書的にはこうした効果が期待できるものの、実際には資金需要や投資機会が乏しいため効果は不透明です。
- ・ 第三の、保有証券の入れ替えはツイスト・オペと呼ばれる手法で、金融市場ではこの政策が実施されるとの見方が支配的です。もっとも、すでに過去最低を更新した長期金利をさらにどの程度引き下げる効果があるのか、かりに引き下げることができる場合でも、どの程度景気を押し上げる効果があるのか不透明です。景気や金融市場が一段と悪化するさいには、QE 3をはじめさらに踏み込んだ対応が必要になる可能性も否定できないでしょう。



Q 5 . 景気対策や財政再建の審議は進みますか？

- ・ 今夏の債務上限引き上げをめぐる議会の混乱をへて「2011年予算管理法」が成立し、米国は今後10年で2.4兆ドル(およそ190兆円)の財政赤字削減を行うことになりました。財政再建への取り組みに加え、一連の政治交渉では下院で過半数を占める共和党が歳出削減を強く主張したこともあり、オバマ政権は財政面の制約から機動的な政策対応が実施できないのではないかと不安が広がっています。
- ・ もっとも、政治的な混乱に世論は厳しい視線を向けています。とりわけ、自らの主張に固執し妥協を回避する共和党の姿勢に世論は否定的な反応を示しています。必要な政策措置がとられずに経済が一段と悪化すると、批判の矛先は共和党に向けられることとなります。

- ・ そうした中、オバマ大統領は9月8日、新たな景気対策として総額4,470億ドル(およそ36兆円)にのぼる「米国雇用法案」を議会に提出しました。日本の社会保険料に相当する社会保障税の引下げや公共投資などが柱です。
- ・ 米国メディアの報道によると、世論の反発を背景に、共和党は妥協点をさぐる姿勢を見せ始めています。有効な雇用創出策が打出せず世論の離反を招くことは、大統領選挙を来年に控え賢明な対応とはいえません。景気対策の規模が大きすぎることへの不満が示されているものの、内容にはおおむね理解を示しているようです。大統領提案が、共和党の支持を得られやすい減税を積み増す内容だったことも、与野党の歩み寄りを促しているようです。
- ・ 今後の財政再建策についても現実的な対応がみられます。2011年予算管理法で定められた毎年の財政赤字削減幅は、後になればなるほど削減幅が拡大する仕組みになっており、来年2012年の赤字削減額は比較的小さく景気に配慮した姿勢がうかがえるからです(図表6)。その基本戦略となるのは大幅な歳出削減か富裕層増税か、この問題は来年の大統領選挙で国民の信を問うことになりそうです。



お問い合わせ先 調査部 細尾 忠生
 E-mail : chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。