

---

## けいざい早わかり 2012年度第11号

# アメリカの景気回復は本物か

---

### 【目次】

- Q1. アメリカ経済が良くなっているようですが？ ..... p.1
- Q2. リーマン・ショックの負の遺産は解消したのですか？ ..... p.2
- Q3. 財政の問題が心配です。 ..... p.3
- Q4. シェール革命も追い風ですね？ ..... p.4
- Q5. 景気が良くなれば金融緩和は終了しますか？ ..... p.6

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](mailto:chosa-report@murc.jp) )

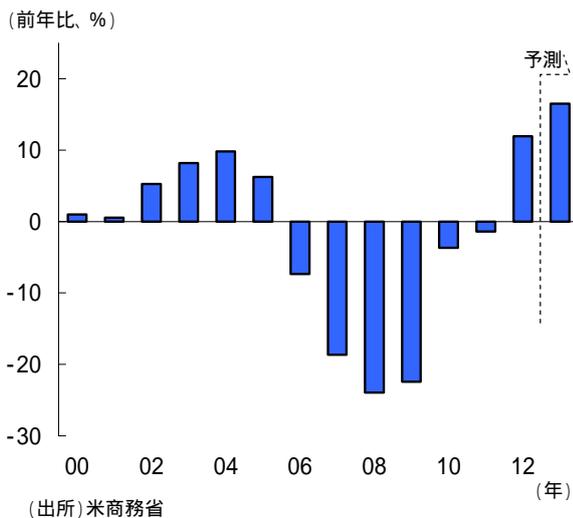
〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

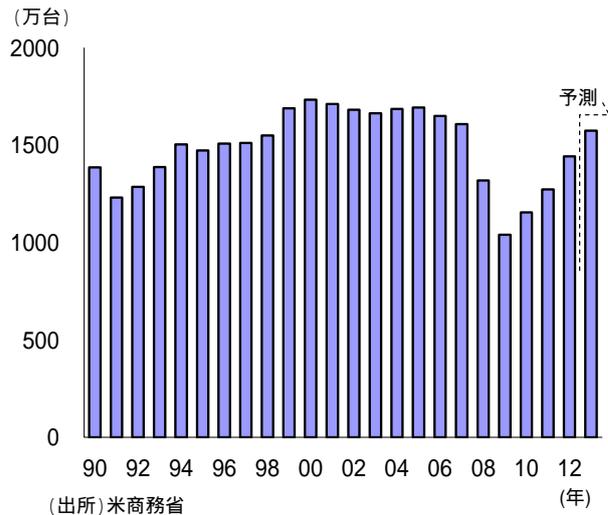
Q 1 . アメリカ経済が良くなっているようですが？

- ・ アメリカだけでなく世界的にみて、減速の動きが広がった 2012 年に比べ、2013 年は明るい動きが出てきているようです。米国で財政の崖が回避され、欧州の債務問題が小康状態となり、心配された中国経済も再加速の動きがみられるようになってきました。
- ・ アメリカ経済の回復を象徴するものが住宅投資と新車購入です。いずれも、金融危機をきっかけに調整が長引いていましたが、これらが回復に転じたことは、アメリカ経済の本格回復がいよいよ視野に入ってきたといえるでしょう（図表 1、2）。金融市場は景気回復と金融緩和を好感し、ダウ平均株価は史上最高値の更新が視野に入っています。
- ・ 昨年 10～12 月期の GDP 統計は前期比年率 -0.1%とマイナス成長に転じましたが、前期に在庫投資と政府支出が一時的要因で急増し、その反動でいずれも減少したことがマイナス成長の主因でした。一方、個人消費、住宅投資、設備投資は堅調に推移し、景気の回復力は見かけの成長率ほど弱くありません。

図表 1 . 住宅投資



図表 2 . 新車販売台数



Q 2 . リーマン・ショックの負の遺産は解消したのですか？

- ・ 金融危機をきっかけに経済が長期低迷に陥るとのいくつかの分析が注目されました。これらの研究は、金融危機によって潜在成長率が低下することを示唆しており、アメリカ経済が日本のように長期低迷に陥るとの懸念も指摘されています。
- ・ たしかに、労働、資本投入、生産性の足元の短期変動から計測される潜在成長率は、金融危機後に一時的に低下しました。自然失業率が上昇したことに加え、企業の期待成長率の低下により資本ストックの伸びが鈍化したためです。
- ・ もっとも、労働、資本、生産性のいずれについても、金融危機の際の落ち込みは一時的にとどまる可能性が高いとみられます。中期的にみたアメリカの潜在成長率は元のトレンドに回帰しつつあり、危機の前後で大きな変化はみられません。

- ・ アメリカの潜在成長率は、金融危機前の 2000 年前後を境にすでに低下しましたが、その後のリーマン・ショックは潜在成長率にあまり影響しませんでした。労働、資本、生産性は、向こう数年にわたり 2000 年代前半の平均ペースで成長することが見込まれます。アメリカ経済の潜在成長率は金融危機前の 2%程度を維持しているようです（図表 3）。

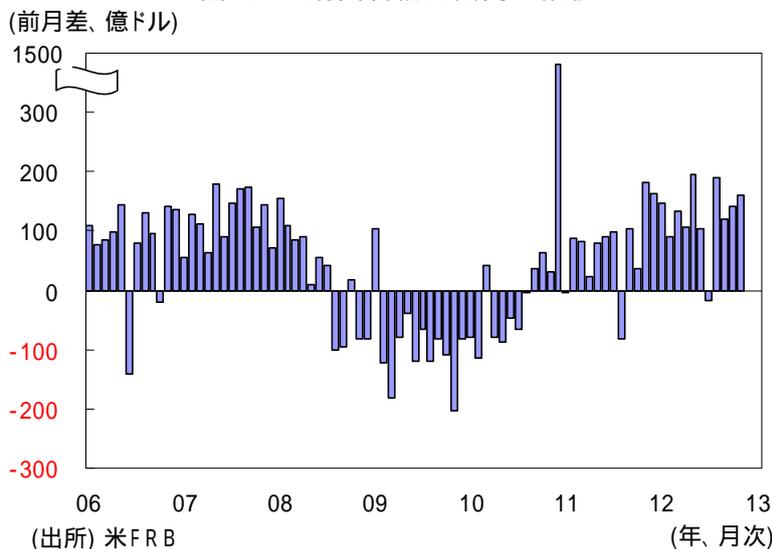
図表 3 . アメリカの潜在成長率

	1950 -73	1974 -81	1982 -90	1991 -2001	2002 -11	2012 -22
潜在成長率	3.9	3.2	3.1	3.2	2.2	2.2
非農業部門 (a+b+c)	4.0	3.5	3.2	3.5	2.5	2.8
(a) 労働投入 寄与度	0.9	1.6	1.2	0.8	0.3	0.5
(b) 資本投入 寄与度	1.2	1.3	1.2	1.4	0.7	1.1
(c) TFP 寄与度	1.9	0.7	0.8	1.3	1.4	1.2

（注）各期間の年平均成長率、単位は%  
ただし内訳（a～c）は寄与度の値、単位は%ポイント  
（出所）アメリカ議会予算局

- ・ 金融危機をきっかけに経済が長期低迷する理由としては、資産価格の下落をきっかけにバランス・シート調整が発生し、それにもなつて企業の期待成長率が低下することが考えられます。しかし、アメリカ経済では家計が借金を再開し、住宅市場の回復が鮮明になっています（図表 4）。家計の過剰債務が経済活動を抑制する動きは落ち着いているようです。また、家計の経済活動の持ち直しにもなつて企業の期待成長率が改善し設備投資も増加しています。こうした動きをみると、金融危機をきっかけに経済が長期低迷に陥るといふ懸念は、アメリカ経済にはあてはまらないようです。

図表 4 . 消費者信用残高の推移



Q 3 . 財政の問題が心配です。

- ・ 昨年から心配された「財政の崖」については、崖の高さを 3 分の 1 程度に抑え、また増税や歳出削減の一部をいったん先送りする形で、景気や金融市場への影響が回避されました。もっとも、先送りされた部分も小さくありませんので、今後もアメリカ経済の懸案であることに変わりありません。
- ・ まず、「財政の崖」の影響についてみると、ブッシュ減税は大半が恒久化されましたが、その他の部分で個人を対象に総額 1400 億ドル程度の増税が開始されます。ウォール・ストリート・ジャーナル紙 (WSJ) が現地エコノミストを対象に行ったアンケート調査では、増税の影響により成長率が 0.7%ポイント下押しされるとの回答が全体の平均でした。同時に、それでも今年の成長率は 2.3%を確保することが予想されています。上述のとおり、住宅投資や新車購入など民間需要が底堅く、増税の影響を吸収してなお景気回復が見込まれているためです (図表 5)。

図表 5 . 増税を踏まえた成長率予測と増税の影響

	(%)
2012	2.3
2013	2.9
2014	3.0
増税による 成長率の下押し効果	0.7

(出所) WSJが実施したエコノミスト調査の平均値

- ・ 一方、これまで先送りした財政問題の期限が断続的に訪れます。第一に、3 月 1 日までに歳出の強制削減の発効を再び先送りするなどの対応が必要となります。そのためには財政再建策を示す必要がありますが、協議の時間がほとんど残されていないにもかかわらず見通しは不透明なままです。
- ・ 第二に、3 月 27 日に今年度の暫定予算が失効するため、それまでに本予算を可決させるか、再び暫定予算を編成し可決させる必要があります。
- ・ 第三に、国債を発行するためには、連邦政府の債務上限を引き上げる必要がありますが、民主、共和両党の協議によって、債務上限の適用を 5 月 19 日まで先送りしました。アメリカ議会は春になると、予算審議の開始にあたり、慣例として 10 月から始まる次年度予算の大枠を規定する予算決議を採択してきました。この決議には法的根拠がないため、オバマ政権は慣例に背く形で予算決議の採択を省略してきました。しかし、連邦政府債務の上限適用を先送りする条件として、今年 4 月 15 日までに予算決議を採択する必要があります。
- ・ 第四に、5 月 19 日には債務上限の引き上げ期限が再び到来します。それまでは、政府は自由に国債を発行できますが、5 月 19 日になると、その時点での連邦政府債務残高を債務上限とし、それ以上国債を発行するためには、議会の承認が必要となります。大事なことは、国債を発行できなければ、過去に発効した国債の償還財源が手当てできず、米国債がデフォルトするということです。過去の例にならえば、国債発行ができなくなっても、国庫の資金繰りをやり繰りすれば 3 ヶ月程度は時間

を稼ぐことができるため、アメリカが実際に国債を発行出来なくなるのは今年の8月頃とみられます。それまでに財政再建策で合意し、債務上限を引き上げる必要があります（以上図表6）。

- これら一連の財政協議が決裂すれば、金融市場への影響が心配されます。懸案を先送りする際も、代替シナリオを明示しないと米国債が格下げされるリスクがあります。一方、本格的な財政再建に踏み切れば、景気や金融市場への影響が大きくなります。そのため、景気への影響に配慮しながら、問題の先送りを続けるというのがメインシナリオと考えるのが自然であり、そうした見方が金融市場では広がっています。もっとも、党派対立が高まり、ボタンの掛け違いによる突発的なリスクの発生が否定できないことに注意が必要でしょう。

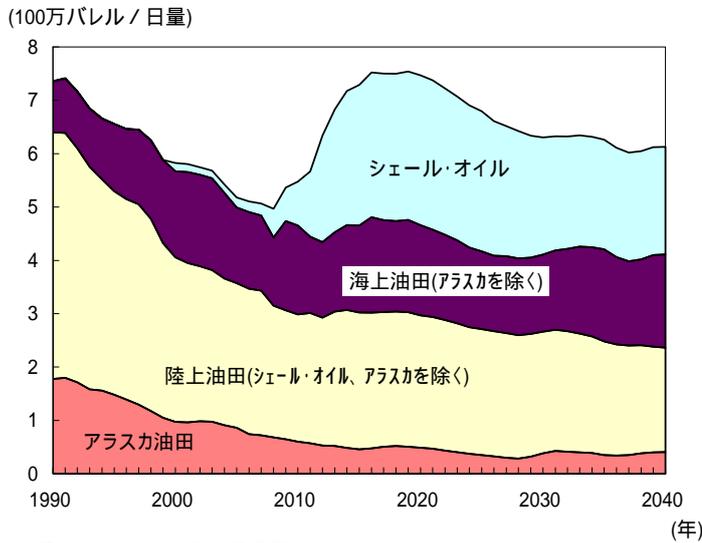
図表6．財政問題の当面のスケジュール

2012	3/1	歳出の強制削減開始(850億ドル)
	3/27	2013年度暫定予算が期限切れ
	4/15	2014年度予算の大枠を示す「予算決議」の採決期限
	5/19	連邦政府債務上限の引き上げ期限 (10/4、11/15と期限切れのたびに暫定予算を可決)
	8月頃	事実上のデフォルト期限
	?	3大格付け会社が米国債の格付け見直し
	10/1	2014財政年度開始
2013	11/4	中間選挙

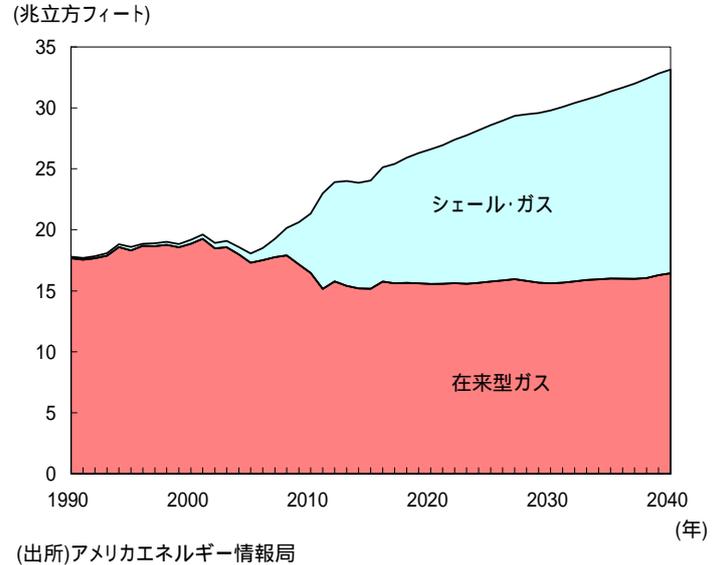
#### Q4．シェール革命も追い風ですね。

- アメリカでは、シェール・ガスや、同じ地層から採掘されるシェール・オイルの生産が急増し、経済への波及効果が期待されています（次頁図表7、8）。
- シェール革命によって、アメリカの天然ガス相場は低位で安定するようになり、原油相場の上昇を抑制する要因にもなっています。その結果、アメリカの家計や企業のエネルギー支出が減少することがシェール革命による直接的な経済効果となります。当社の試算によれば、毎年のGDPの0.3%程度に相当する所得の押し上げ効果が期待できます。
- また、エネルギー支出の節約に加えて、製造業の国内回帰を促し設備投資を誘発し生産性を上昇させる間接的な波及効果の広がりへの期待も強まっています。さらに、原油や天然ガスの輸出が拡大すれば、エネルギー価格が高騰した際に米国に富をもたらす「逆オイル・ショック」とも呼べる状況が将来現実のものになる可能性もあるでしょう。

図表 7 . 米政府の原油生産予測

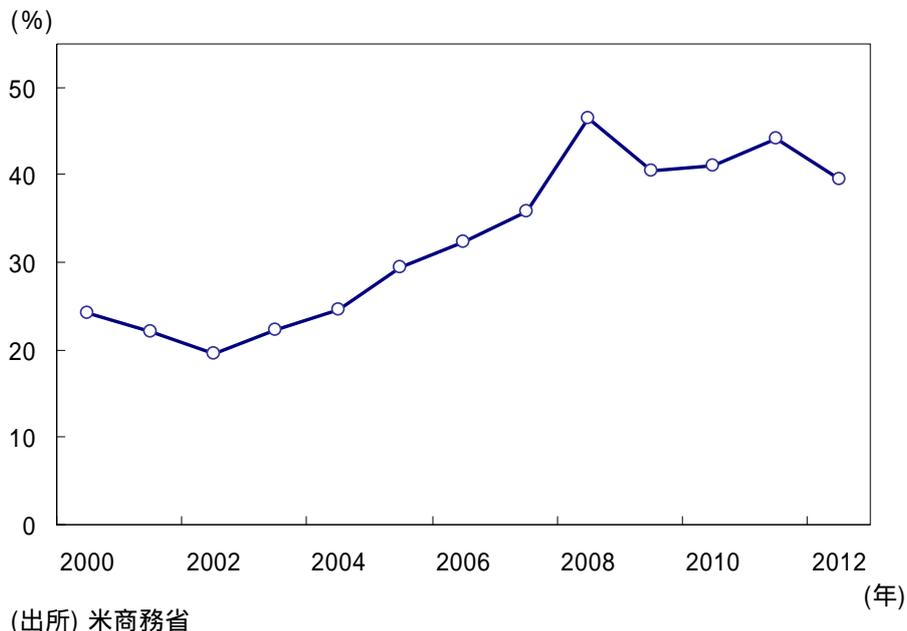


図表 8 . 米政府の天然ガス生産予測



- ・ 金融市場では、エネルギーの輸出入が増減しアメリカの貿易収支を改善させる効果が、ドル高要因として働く可能性があることが注目されています。2012年のアメリカの貿易赤字は7400億ドルでしたが、このうち40%が石油関連の貿易赤字でした。国際機関の予測では、将来的にはアメリカはエネルギーの純輸出国に転じることが予測されていますが、現在のエネルギー貿易赤字が半減するだけで、アメリカの貿易赤字を2割改善させる効果を持つこととなります(図表9)。日本の貿易赤字が円売り要因となっているのとは対照的な動きがアメリカで起こりうることを予想されます。

図表 9 . アメリカの貿易赤字に占めるエネルギー貿易赤字の割合



Q5 . 景気が良くなれば金融緩和は終了しますか？

- ・ F R B は昨年 12 月の F O M C で、住宅ローン担保証券の購入とゼロ金利政策を柱とする現行の金融緩和政策の継続を決定しました。同時に、ツイスト・オペの終了にともない新規の国債購入策を決定しました。さらに、向こう 1~2 年の予想インフレ率が 2.5% 以下で安定していることを前提に、失業率が 6.5% に改善するまでゼロ金利政策を継続するとの時間軸を示しました。
- ・ また、現在の金融緩和策のもう一つの柱である資産購入策についても、会合後の声明文では、景気回復が強まった後もしばらく継続し出口戦略を急がない方針を示しています。2013 年中は現状規模の資産購入を継続し、購入額の縮小や打ち切りは 2014 年、ゼロ金利解除は 2015 年になる見通しです。
- ・ なお、金融政策の先行きを考える際には失業率が重要な目安となります。F R B が政策運営にあたり失業率目標を明示しているため、労働力人口がどの程度回復するかが、今後の金融政策の重要な論点となるからです。
- ・ 少し細かな議論になりますが、人々が職探しを再開し、労働力人口が金融危機前のペース(年率 1%) で伸びると、労働力人口は毎月 15 万人程度増加するため、失業率が 0.1% ポイント改善するためには、月 30 万人程度の新規雇用が必要になります。例えば月平均 15 万人ペースで雇用が増えれば失業率は 2 ヶ月で 0.1% ポイント、年間では 0.6% ポイントの改善にとどまります。つまり、職探しの再開にともなう労働力人口の回復が、失業率の改善を遅らせる要因となります。景気が良くなれば金融緩和が終了するというわけではありません。失業率目標を前提にすれば、現在の金融緩和策は相当長期化する様相です。
- ・ たしかに、景気回復が鮮明になれば、出口戦略を意識する思惑が金融市場で広がり、長期金利の上昇やドル高傾向が生じやすくなるでしょう。しかし、失業率の改善が見込みにくいことから、バーナンキ議長、イエレン副議長など主要な F R B 幹部は、金融緩和が相当長期にわたり必要との見方で一致しており、出口戦略を急ぐ可能性は低いでしょう。また、米国債への需要は根強く、金利が少し上昇すればすぐに押し目買いが入る動きが繰り返されています。長期金利もドル相場も、上がりそうで上がらない動きが続き、株式市場には追い風になるとみられます。

お問合せ先 調査部 細尾 忠生

E-mail : [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思わ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。