

# アメリカ経済見通し

## —景気底割れは回避も、緩慢な成長ペースが持続—

調査部 マクロ経済研究センター

### 目 次

1. 2010年のアメリカ経済回顧
2. バランスシート調整が進むアメリカ経済
  - (1) 進展する債務圧縮・住宅価格調整
  - (2) 持続するバブル崩壊による悪影響
3. 2011年のアメリカ経済をみるうえでのポイント
  - (1) 雇用改善の遅れ
  - (2) 剥落する政策効果
  - (3) 堅調な新興国向け輸出
4. 2011年のアメリカ経済見通し
5. リスク要因

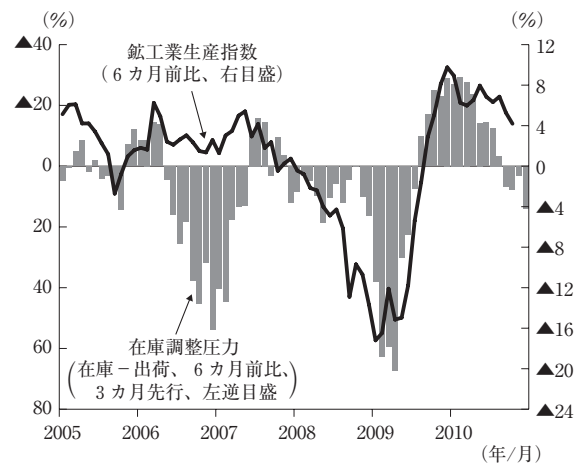
## 1. 2010年のアメリカ経済回顧

2009年6月を底に持ち直しに転じたアメリカ経済は、新興国向けを中心とした輸出の増加と在庫復元の動きに支えられ、2010年春頃にかけて順調な回復が続いた。企業部門では、生産活動の拡大を受けて景況感の改善が続き、ISM製造業景況指数は、4月に2004年以来の水準に上昇した。改善の遅れていた雇用情勢にも持ち直しの動きがみられ、非農業部門雇用者数は、1～3月期に前期差+5.8万人と、8四半期ぶりの増加に転じた後、4～6月期には前期差+69.5万人と増勢が加速した。これは、10年に一度の国勢調査に伴う政府部門の雇用増が押し上げに作用したことに加え、民間部門でも雇用が拡大したためである。雇用者数が増加に転じたことで、消費者マインドも持ち直し傾向が鮮明となり、5月のカンファレンスボード消費者信頼感指数は、2008年4月以来の水準に改善した。

もっとも、年央以降、景気改善ペースは鈍化し始めた。まず、企業部門では、在庫の積み増しが一巡したことで、生産活動の拡大ペースが鈍化した。鉱工業生産指数は、年初の年率+10%近くから同+5%前後まで増勢が鈍化し、9月には前月比▲0.2%と、今回の景気拡大局面が始まった2009年6月以降で初めて低下した(図表1)。また、中国や中南米向けを中心に輸出の伸びが鈍化したことで、製造業の受注金額も、年央以降、増勢が頭打ちとなっている。オバマ政権が2009年2月に策定した総額8,000億ドル規模の景気対策(ARRA)も、2010年9月末までに予定される支出の7割近くが終了し、景気押し上げ効果は、7～9月期には前期比ベースでマイナスに転化したとみられる(図表2)。

このように、景気回復のエンジンが息切れし始める一方、自律回復への移行に欠かせない雇用情勢の改善は限定的である。雇用者数は、国

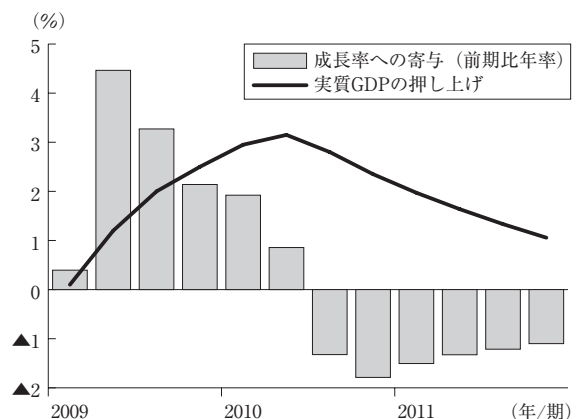
(図表1) 鉱工業生産と在庫調整圧力の推移



(資料) FRB, U.S. Census Bureau

(注) 在庫調整圧力がマイナス圏にある場合、企業にとっては在庫を積み増すインセンティブが働く一方、プラス圏内では在庫を削減するインセンティブが働く。

(図表2) ARRA経済対策の景気押し上げ効果



(資料) Congressional Budget Office, Bureau of Labor Statistics

(注1) 景気押し上げ効果は、CBOによる試算(低位推計と高位推計の中央値)。

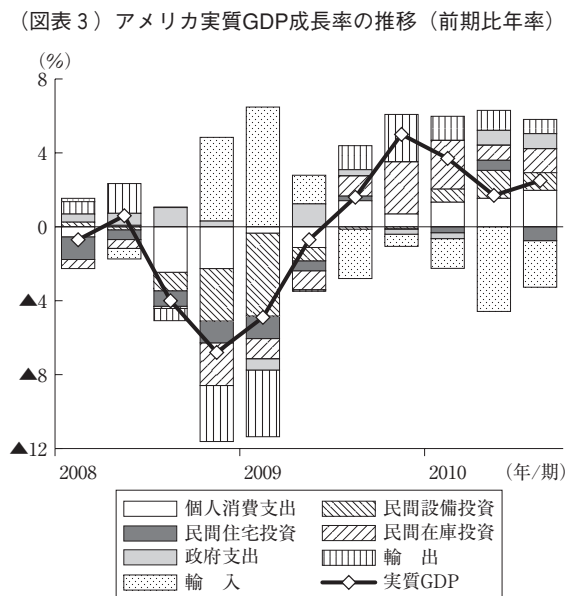
(注2) 2011年の四半期の数値は、2011年の暦年の数値を、2010年、2012年の暦年値をもとに四半期分割。

勢調査の終了と民間部門の増勢鈍化を受け、6月から9月にかけて4カ月連続で減少したほか、失業率も9%台後半の歴史的な高水準で高止まりしている。この結果、時間当たり賃金は前年比+2%台の低い伸びが続いている。

加えて、政府支援策の反動も顕在化し始めた。すなわち、住宅市場では、連邦政府による住宅購入支援が4月末に打ち切られて以降、新築、

中古ともに販売件数が大きく落ち込んでおり、7～9月期の住宅投資は、前期比年率▲27.5%の大幅減となった。

こうした情勢のもとで、実質GDP成長率は、1～3月期の前期比年率+3.6%から、4～6月期、7～9月期には同+2%前後に低下している（図表3）。



(資料) Bureau of Economic Analysis

物価面でも、需給ギャップの顕著な改善がみられないなか、デシインフレ傾向が明確化した。エネルギー・食品を除くコアベースでみた消費者物価は、4月以降、前年比+1%を下回る低い伸びが続いており、10月には前年比+0.6%と、統計開始以来最も低い伸びを記録した。

このように、雇用情勢の本格的な改善をみないまま、これまで景気持ち直しに作用してきた各種エンジンが息切れし始めたことで、景気の先行きに対する不透明感が強まっている。こうしたなか、オバマ大統領は、企業減税を柱とした追加景気対策の策定を9月に表明し、景気を下支えする姿勢を示している。一方、FRBも、

失業率の高止まりとデフレリスクへの警戒感を強めており、11月のFOMCでは、0.00～0.25%と異例の低水準にある政策金利を維持すると同時に、2011年6月末までに6,000億ドルの米国債の追加購入を決定するなど、緩和的な金融政策を取り続ける姿勢を明確にしている。

## 2. バランスシート調整が進むアメリカ経済

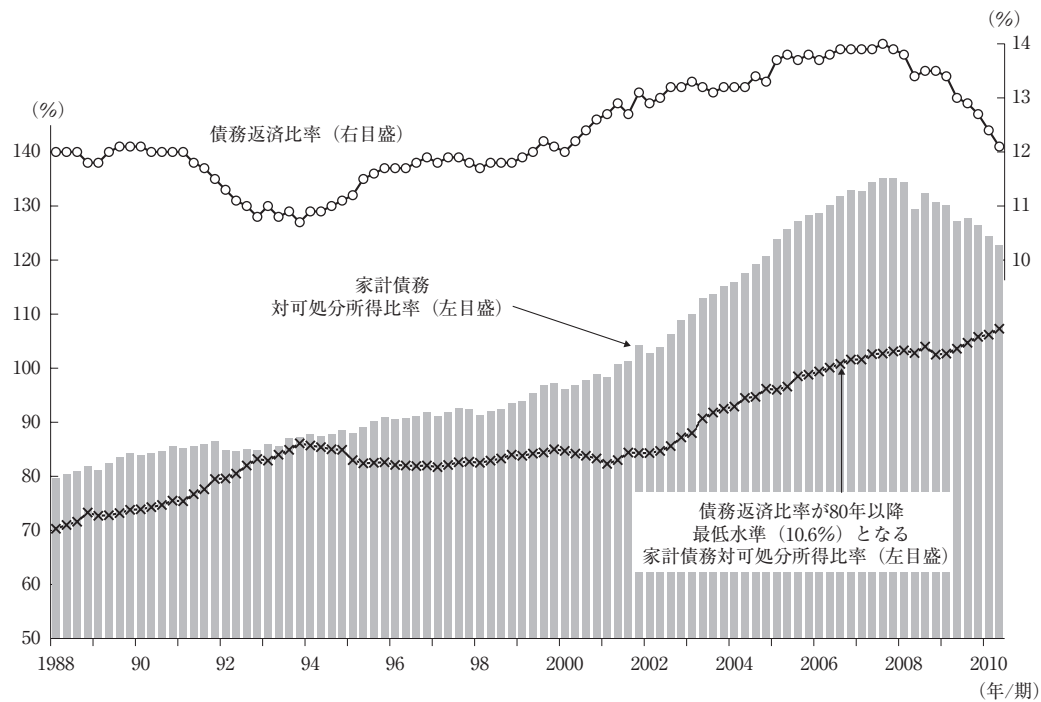
本章では、景気のエンジンが息切れするなか、2008年以來続く家計のバランスシート調整や不動産市場の調整が、景気を一段と下押しし、景気の底割れを招来するリスクについて考察する。

### (1) 進展する債務圧縮・住宅価格調整

まず、家計のバランスシートの負債サイドをみると、2008年7月をピークに消費者信用残高の減少が続くなど、債務の圧縮は順調に進んでいる。家計の債務返済比率は、債務残高の増加に伴い2007年7～9月期に14.0%へ上昇したが、2010年4～6月期には12.1%と、90年代の平均水準に低下している。債務返済比率の低下は、もっぱら金利低下が主因であり、家計債務の対可処分所得比は2010年4～6月期で122.7%と、100%を下回っていた1990年代対比でみると、依然として高水準にとどまっている。しかしながら、低金利が維持される限り、債務返済圧力が消費性向の大幅な低下を通じて消費を圧迫するリスクは小さくなったとみられる。ちなみに、現在の金利水準を前提にすれば、家計債務の対可処分所得比が110%まで低下すると、債務返済比率は1980年以降で最低水準まで低下すると試算される（図表4）。これまでのペースで債務圧縮が続けば、あと1～2年程度で過剰債務は解消されるとみられる。

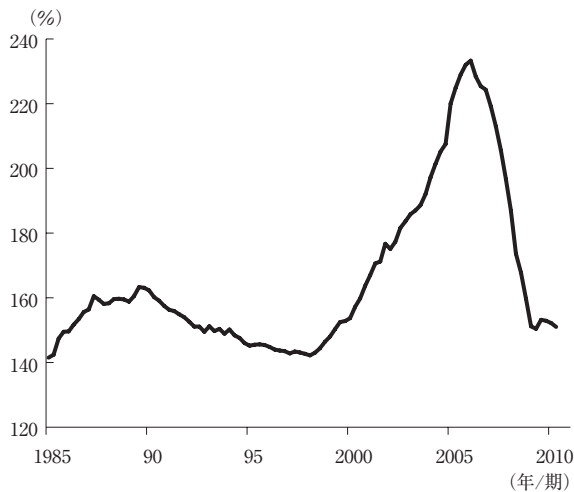
次に、家計の資産サイドをみると、住宅資産対可処分所得比は、住宅価格の大幅な下落を受

(図表4) 家計債務の対可処分所得比率と債務返済比率



(資料) FRB、Bureau of Economic Analysis

(図表5) 家計の住宅資産対可処分所得比率



(資料) FRB

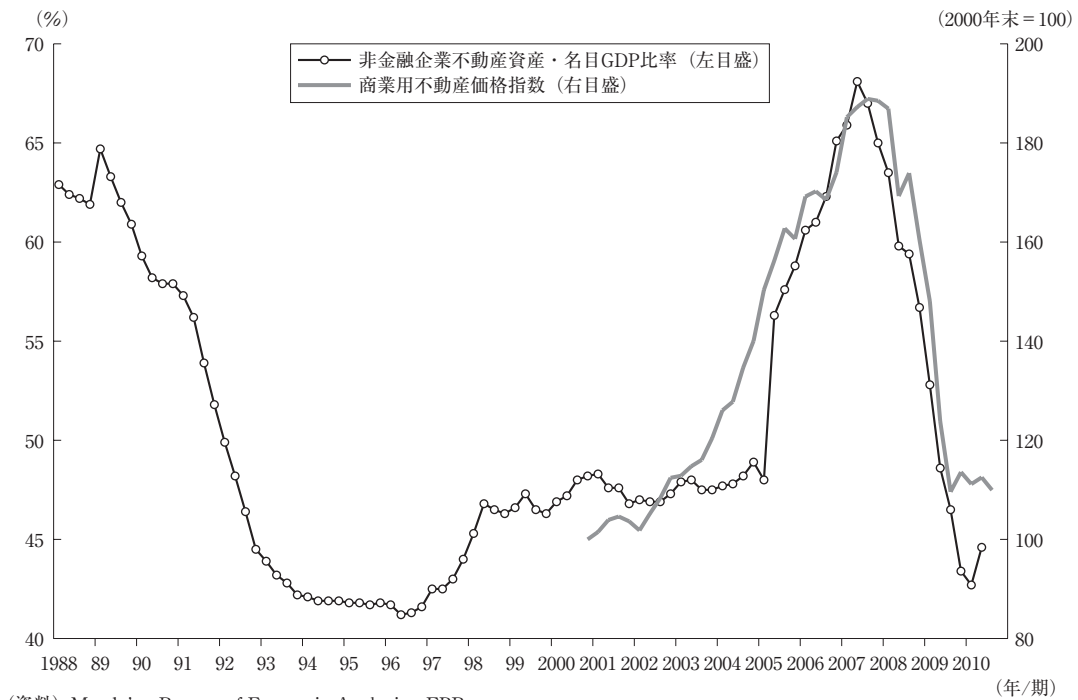
け、2009年4～6月期にかけて150%まで低下し、その後も同水準での推移が続いている。住宅バブル発生前、すなわち1980年代半ばから2000年にかけて、同比率が140～160%で推移していたことを踏まえると、住宅価格の調整は大方終了したとみることができよう(図表5)。

住宅価格の下落余地は限定的とみられるなか、逆資産効果などを通じて家計消費に悪影響が及ぶリスクも小さくなったと判断される。

商業用不動産に関して、価格調整はおおむね一巡した模様である。非金融企業の不動産資産の対名目GDP比は、不動産価格の高騰を受け、2007年4～6月期には68.1%まで上昇した。もっとも、その後の大幅な価格下落を受け、2010年1～3月期には42.7%と、96年に記録した戦後最低の41.2%に迫る水準まで低下している(図表6)。商業用不動産価格の調整も相当進行したと言え、企業の投資行動に与える追加の悪影響も限られる公算大といえよう。

以上のように、家計の債務調整が峠を越し、住宅および商業用不動産の価格調整もおおむね一巡するなか、これらの要因による景気下押し圧力は減衰しつつある。

(図表6) 非金融企業不動産資産・名目GDP比率と商業用不動産価格指数

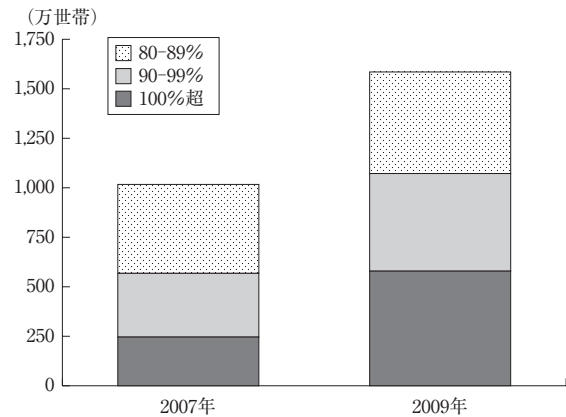


(2) 持続するバブル崩壊による悪影響

もともと、住宅バブル崩壊によるマイナス影響は依然として残存し、景気の足枷となっている。住宅サーベイによれば、住宅の資産価値が住宅ローン残高以上に低下している、いわゆる住宅含み損に陥っている世帯は、2007年の245万から2009年には570万まで増加している。住宅を手放せば住宅ローンを帳消しにできるというノンリコース型の住宅ローン制度のもと、住宅ローン残高が住宅資産の90%以上と住宅含み益がほとんどなくなっている500万弱の世帯とあわせて、1,000万超の世帯が事実上住宅ローン破綻予備軍と位置付けられる(図表7)。こうした世帯では、住宅放棄により住宅ローン債務が消失する、あるいは、住宅価格上昇により含み損益が大きく改善に向かうまでは、消費性向の上昇を期待できないであろう。

こうした状況下、住宅差し押さえ件数は当面高止まりが続く見通しである。その内訳をみる

(図表7) 住宅ローン保有世帯の内訳



と、2009年央以降金融機関から第三者への移転である担保権実行が期を追うごとに増加しているほか、その前段階である競売通知も漸増傾向が続いている(図表8)。所得雇用情勢の改善が緩慢にとどまっていることに加え、破綻リスクを抱える住宅ローン保有世帯が1,000万超に及んでいることから、住宅ローン延滞および住

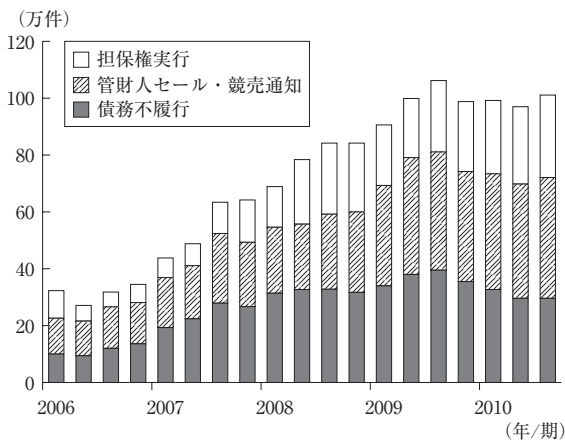
宅差し押さえの明確な減少は当面期待できない。住宅差し押さえに伴う高水準の住宅供給は、住宅価格の下押し要因として作用し続ける可能性が高い。

商業用不動産に関しても、過剰債務の解消は道半ばである。すなわち、同分野向け貸出残高

の対名目GDP比は16%台と、10%を割り込んでいた90年代半ば対比、依然として高い水準にある。延滞率も依然として上昇が続いており、商業用不動産向け貸出の不良債権化が今後も続く公算が大きい（図表9）。こうした商業用不動産向け貸出の焦げ付きは、同分野向け貸出のウエートが大きい中小金融機関の経営を圧迫している。全米金融機関のベースでみると、不良債権・延滞債権の一方向的な増加には歯止めがかかりつつあるものの、引当が大きく遅れており、FDICが認定する問題金融機関数は800行を突破している（図表10）。中小を中心に金融機関の体力が低下すれば、銀行融資への依存度が高い中小企業を中心に企業の資金制約が高まり、結果として雇用や設備投資の抑制に作用することになる。

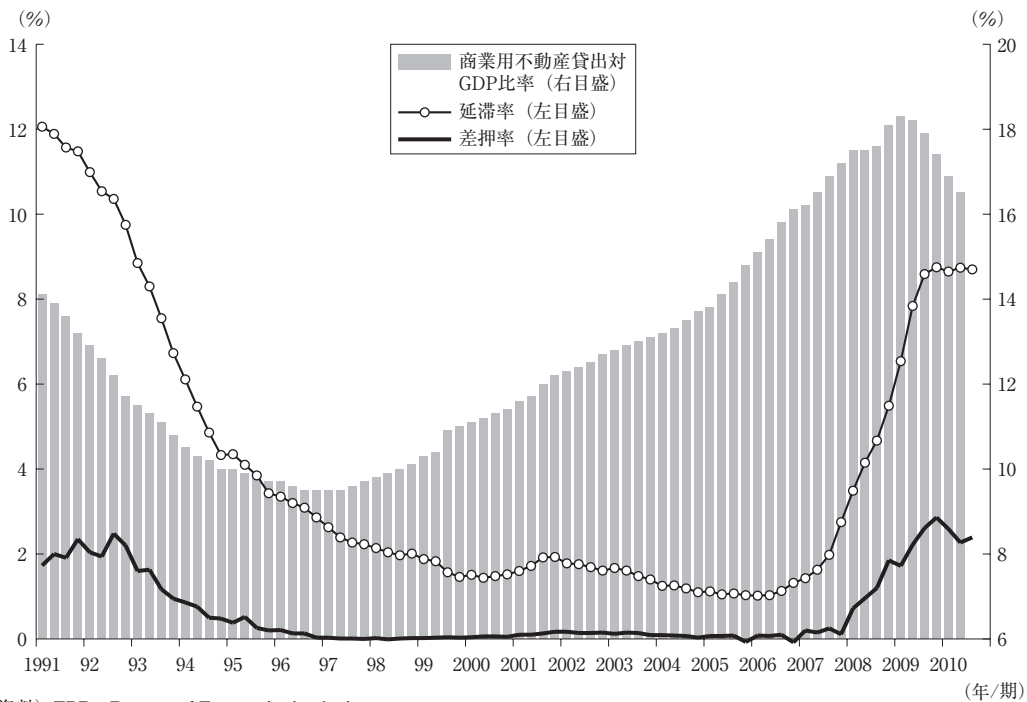
以上のように、住宅・商業用不動産では、価格調整は相当進行したといえるが、価格下落に

（図表8）住宅差し押さえ件数



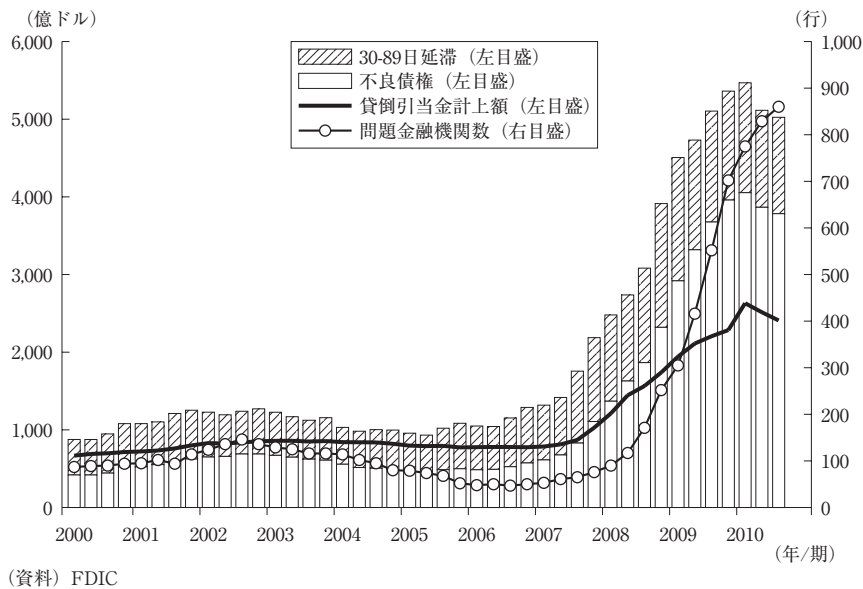
（資料）RealtyTrac

（図表9）商業用不動産貸付 延滞・差押率、残高



（資料）FRB、Bureau of Economic Analysis  
（注）貸付残高は、CMBSも含む“Flow of Funds”ベース。

(図表10) 全米金融機関の不良債権額と貸倒引当金



よる金融や実体面へのマイナス影響は今後も続く公算が大きい。それが解消されるまで、景気は重い足枷をはめた状態が続くとみられる。

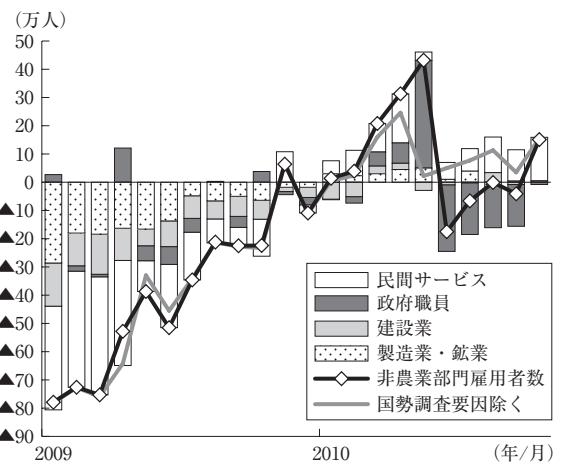
### 3. 2011年のアメリカ経済をみるうえでのポイント

本章では、2011年のアメリカ経済を見通すにあたり、重要と考えられる三つのポイント、すなわち「雇用改善の遅れ」、「剥落する政策効果」、「堅調な新興国向け輸出」について検討する。

#### (1) 雇用改善の遅れ

家計のバランスシート調整に進展がみられる一方、雇用環境は停滞感の強い状況が続いており、いまだ「雇用者数の増加→家計の所得拡大」を通じて個人消費の増勢が加速するという好循環には至っていない。非農業部門雇用者数は、国勢調査に伴う臨時雇用の終了により、2010年央にかけて減少した。そうした特殊要因を除いてみても、2010年春先以降増勢が頭打ち

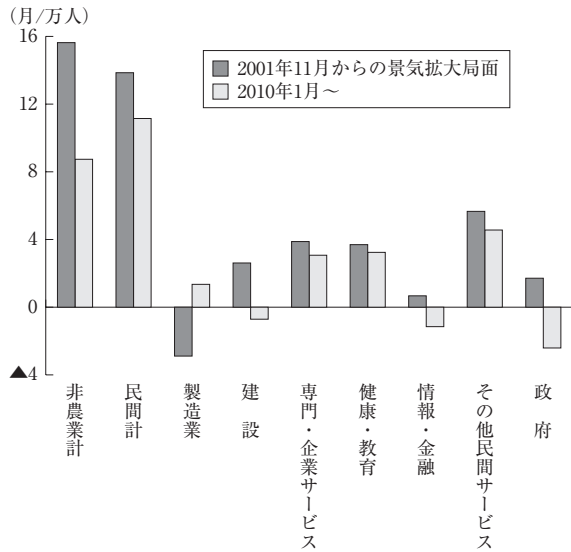
(図表11) 非農業部門雇用者数（前月差）の推移



となっている。年初からの雇用増は平均すると月+8万人強と、力強さを欠く状況が続いている(図表11)。

その主たる要因は、住宅バブル崩壊と財政悪化である。業種別の雇用者数増減を、前回の景気拡大局面と対比してみると、建設業と政府部門の雇用減が全体の伸びを大きく抑制している(図表12)。建設業は、前回の景気拡大期には住

(図表12) 前回の景気拡大期との雇用増減比較



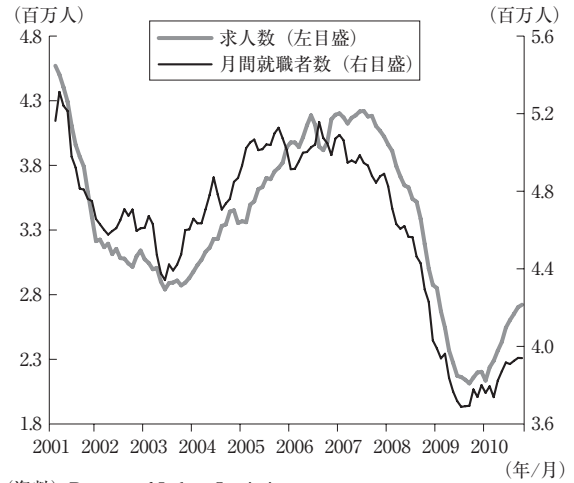
(資料) Bureau of Labor Statistics

(注) 景気拡大局面における雇用者数のボトムとピークを基準に月当たりの平均増減を算出。雇用者数の明確なピーク、ボトムがみられなかった製造業、健康・教育については、景気の山谷を基準に算出。

宅市場の盛り上がりを受け、多くの雇用を創出したものの、2007年以降は、市場の低迷に伴い大幅な雇用減少となっている。2010年入り後も、政府の購入支援打ち切り等を背景に住宅販売・着工の低迷が続いており、今後も目立った雇用創出を期待し難い状況にある。政府部門では、厳しい財政状況に直面するなか、州・地方政府を中心に公務員数の削減が続いている。連邦政府からの支援も先細りとなるなど、財政面での顕著な改善は期待できず、州・地方政府は当面公務員数の抑制を続けざるをえないであろう。

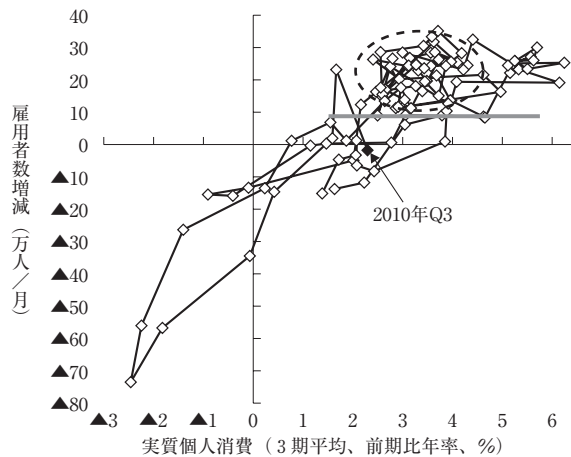
職種・地域間で雇用のミスマッチが拡大していることも、雇用回復を阻害する一因となっている。すなわち、企業の業績改善や採用意欲の改善を反映し、求人数が増加傾向にある一方、新規採用者数は、2010年春以降増勢が頭打ちになっており、企業の求人増加が雇用増に結びついていない(図表13)。この背景として、失業の長期化に伴う失業者のスキル劣化、住宅市況

(図表13) 民間部門新規採用者数と求人数の推移 (3カ月移動平均)



(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表14) 雇用増減と個人消費の関係 (1985年以降)



(資料) Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis  
(注) 米同時多発テロ発生後、個人消費が急増した2001年Q4を除く。

の悪化に伴う住宅売却の困難化が、職種・地域をまたいだ労働力の円滑な就業を阻害している可能性が指摘できよう。

ちなみに、過去の雇用増減と個人消費の関係をみると、雇用増加ペースが月+10万人以上になるとともに、個人消費が年率+2%超となれば、その後は「雇用増→消費拡大→雇用増」という自律的な安定成長が実現している(図表14)。そうした局面に移行するまでは、景気は



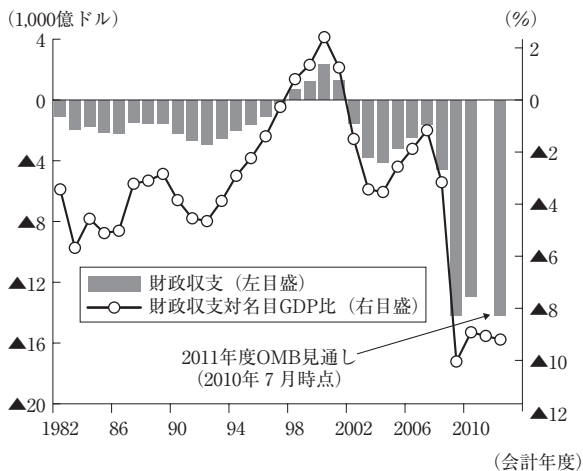
力強さを欠き、不安定さをはらんだ展開が続く公算が大きい。

(2) 剥落する政策効果

次に、政策面についてみると、冒頭でみた通り、財政政策による景気押し上げ効果はもはや期待できなくなっている。

こうしたなか、オバマ大統領は9月、設備投資減税など企業減税を柱とした3,500億ドル規模の追加景気対策を策定し、景気を下支えする意向を表明した。もっとも、11月2日の中間選挙では、財政赤字拡大に反対し政府の規模縮小を公約に掲げた共和党が、下院で過半数を獲得、上院でも改選前の41議席から47議席（定数100）に議席数を拡大するなど、大きく躍進したことにより、状況は変化した。連邦政府の財政赤字が、景気対策に伴う歳出増と税収の伸び悩みにより過去最大規模に拡大しているという厳しい財政事情も加わり、オバマ政権が目指す追加景気対策の成立・実施は困難になったと判断せざるを得ない（図表15）。

(図表15) 連邦政府財政収支の推移



(資料) Department of The Treasury, Office of Management and Budget

(注1) 会計年度は前年10月～当年9月。

(注2) OMBの2011年度見通しには、オバマ大統領が9月に策定を表明した追加景気対策の影響は含まれず。

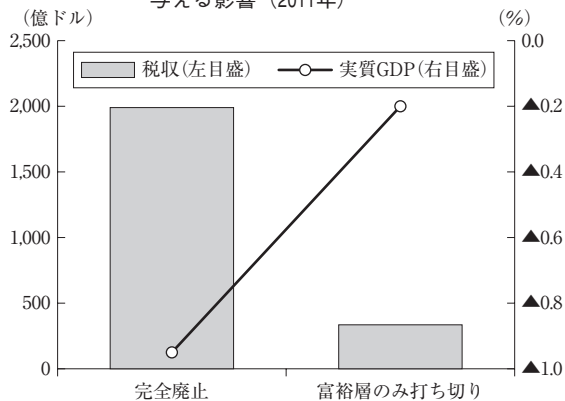
一方、共和党は、雇用・景気対策として増税の取り止め・規制の撤廃を主張している。2010年末に期限を迎える前ブッシュ政権が導入した減税措置（所得税や配当税などが対象、いわゆるブッシュ減税）に関しても、オバマ大統領が年収25万ドル以上の富裕層に対する減税を打ち切り実質的な増税を行う方針であるのに対し、共和党は富裕層も含めた減税の完全恒久化を主張している（図表16）。ブッシュ減税が中・低所得者層も含めて打ち切られれば、2011年の成長率は▲1%下押しされ、景気の再失速リスクが著しく高まることになる。オバマ政権としては、共和党優位の議会運営を余儀なくされるなか、そうした事態を回避するため、最終的には、期限（2年程度）を設けたうえで全所得者層の減税を延長する、などの方法により妥協を図る公算が大きい。もっとも、年収25万ドル以上の世帯は全体の2%程度であることに加え、中・低所得者層に比べ減税が消費拡大を促す効果も小さい。このため、富裕層の減税が延長されても、景気を押し上げる効果は小さく、2011年の成長率への影響は+0.2%程度にとどまる見込みである（図表17）。

(図表16) 共和党の選挙公約

基本方針	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 財政規律を重視し、政府の規模を縮小</li> <li>・ 雇用の減少につながる増税・規制を撤廃</li> </ul>
歳出削減	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 初年度に最低でも1,000億ドルの債務削減を目標</li> <li>・ 未執行の景気対策については即時中止</li> <li>・ 非国防分野の公務員の採用を凍結</li> <li>・ TARP（不良資産買取プログラム）の終了</li> <li>・ ファニーメイ・フレディマックの改革（政府の介入や資産規模を縮小）を通じて公的資金の投入を抑制</li> <li>・ 裁量的経費に厳しい上限を課すことで将来的な支出拡大を抑制</li> </ul>
税制	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2011年以降予定されている増税をすべて中止</li> <li>・ ブッシュ減税は富裕層も含め完全恒久化</li> <li>・ 中小企業には、事業所得の20%相当の税控除実施</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 金融規制改革、医療保険制度改革の見直し</li> </ul>

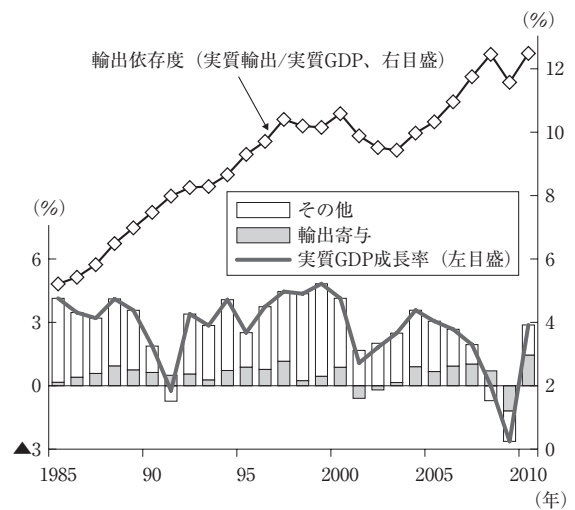
(資料) A PLEDGE TO AMERICA、などをもとに日本総合研究所作成

(図表17) ブッシュ減税廃止が税収・実質GDPに与える影響 (2011年)



(資料) Tax Policy Center, CBOをもとに日本総合研究所作成  
 (注1) 税収への影響は、2011会計年度ベース。  
 (注2) 実質GDPへの影響は、CBOが試算したブッシュ減税延長・恒久化の影響(低位推計と高位推計の中央値)をもとに日本総合研究所作成。

(図表18) 輸出依存度と実質GDP成長率



(資料) Bureau of Economic Analysis  
 (注) 2010年は1-9月値(実質GDP成長率は1-9月の前年同期比)。

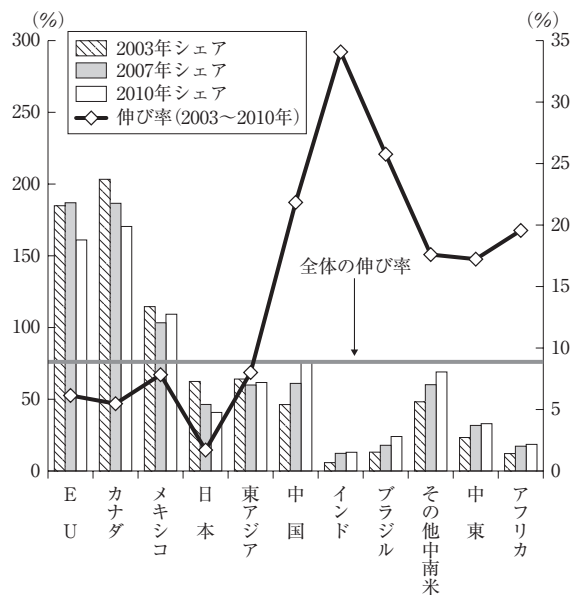
### (3) 堅調な新興国向け輸出

このように、雇用の増加を通じた個人消費の拡大や、政府の財政出動などによる景気牽引が見込めないなか、輸出が引き続き景気の下支え役として期待される。振り返ると、2000年代半ば以降、個人消費など内需の伸びが鈍化するなか、輸出の増加が成長率を押し上げてきた。なかでも、2009年7～9月期以降は、個人消費をはじめ内需が停滞するなか、輸出が景気持ち直しを牽引している。実質GDPに占める輸出の割合も、90年代後半から2000年代前半にかけての10%前後から、足許は12%強に上昇しており、経済に占める輸出の存在感が一段と大きくなっている(図表18)。

輸出比率が上昇に転じた2003年から足許にかけての財輸出を国・地域別にみると、最大の輸出先であるカナダ向けをはじめ、EUやメキシコ向けなどが+50%前後の増加にとどまる一方、中国や中南米など新興国向けは2.5倍～4倍に増加しており、新興国の需要拡大が、輸出増加を牽引している(図表19)。

2010年春以降は、①中国の成長ペースの鈍化、②ブラジルなど南米諸国の、利上げに伴う生産

(図表19) 国・地域別財輸出シェアと伸び率

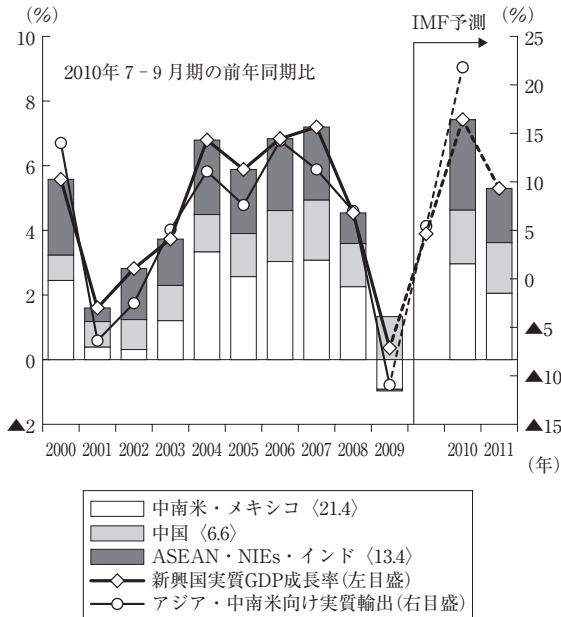


(資料) U.S. Census Bureau  
 (注) 伸び率は2010年1～9月の金額で計算。

活動の減速、等を受け、輸出の増勢は鈍化しつつある。とはいえ、これら新興国での景気減速は、2009年からの急回復の反動、政策効果一巡という側面が強く、巡航速度への移行過程と捉えることができる。中国や中南米諸国の2011年の成長率は、2010年に比べ鈍化するものの、先

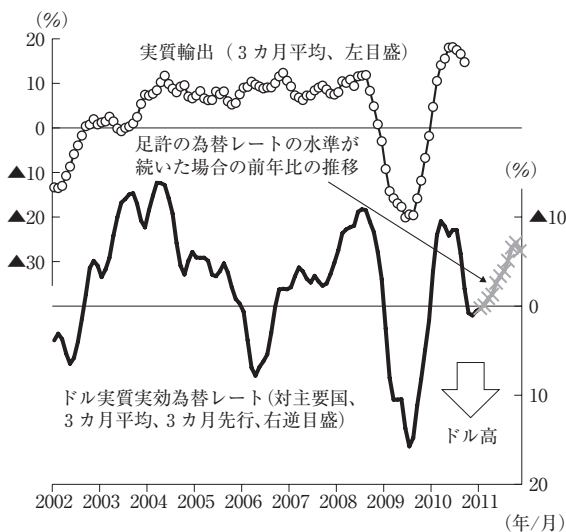
進国を大きく上回る高成長が続く見通しである。これら新興国経済の高成長に支えられ、アメリカからの輸出も高い伸びが続く公算が大きい(図表20)。

(図表20) 貿易ウエートでみた新興国の経済成長と新興国向け輸出の推移(前年比)



(資料) Bureau of the Census, Bureau of Labor Statistics, IMF  
 (注1) アジア・中南米向け実質輸出は、中南米、メキシコ、中国、ASEAN、NIEs、インドの合計。輸出物価を用いて実質化。新興国実質GDPは、これら地域の実質GDPを指数化し、輸出ウエートで加重平均。  
 (注2) 〈 〉内は、2009年の輸出総額に占める割合。

(図表21) ドル実効為替レートと実質輸出の推移(前年比)



(資料) Bureau of the Census, FRB

加えて、2010年夏以降、対主要国通貨を中心にドル安が進行していることも、輸出の下支えになると予想される。実質輸出に対するドル実質実効為替レートの3カ月程度の先行性を踏まえると、ドル安の影響は、2011年入り後に徐々に顕在化する見込みである(図表21)。

#### 4. 2011年のアメリカ経済見通し

2011年のアメリカ経済を展望すると、以下の要因を背景に、景気の底割れは回避される見通しである。

第1に、家計のバランスシート調整・住宅価格調整の進展である。家計の債務返済比率が適正水準まで低下するなか、消費性向の大幅な低下は回避される見込みである。また、住宅価格下落に伴う逆資産効果も減衰しており、個人消費が大きく悪化するリスクは小さくなっている。

第2に、商業用不動産市場の価格調整の進展である。不動産価格に底打ち感が浮上するなか、企業の構築物投資の大幅な落ち込みは回避される見通しである。

第3に、新興国の高成長である。2010年央以降のドル安効果も加わり、新興国向けを中心に輸出は引き続き堅調な伸びを維持する見通しである。

一方で、以下のような景気の足枷も残存しており、景気力強い拡大も展望し難い状況にある。

第1に、政策面からの下支えが剥落することである。これまで景気持ち直しに作用してきた大型景気対策の効果が剥落していく一方、追加の景気下支え策は限られる見込みである。財政規律を重視し政府の規模縮小を公約に掲げる共和党が下院で過半数を占めるなか、財政赤字拡大を伴う追加景気対策の策定は困難になっている。

(図表22) 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)

	2010年				2011年				2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	3.7	1.7	2.5	1.8	1.9	2.0	2.1	2.3	▲2.6	2.8	2.0
個人消費	1.9	2.2	2.8	2.4	1.9	2.0	2.1	2.2	▲1.2	1.7	2.2
住宅投資	▲12.3	25.7	▲27.5	▲3.8	2.4	2.6	3.0	3.1	▲22.9	▲3.4	▲1.7
設備投資	7.8	17.2	10.3	4.6	3.6	3.7	3.9	4.2	▲17.1	5.6	5.5
在庫投資	2.6	0.8	1.3	▲0.6	▲0.1	▲0.0	0.0	0.1	▲0.6	1.5	0.1
政府支出	▲1.6	3.9	4.0	▲0.1	0.4	0.7	0.5	0.2	1.6	1.1	1.0
純輸出	▲0.3	▲3.5	▲1.8	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	1.1	▲0.7	▲0.3
輸出	11.4	9.1	6.3	5.2	5.8	6.2	6.3	6.6	▲9.5	11.4	6.1
輸入	11.2	33.5	16.8	2.4	4.0	4.5	4.7	4.8	▲13.8	13.8	7.0
実質最終需要	1.1	0.9	1.2	2.3	2.0	2.1	2.1	2.2	▲2.1	1.2	1.9
消費者物価	2.4	1.8	1.2	1.3	1.3	1.6	1.6	1.4	▲0.4	1.6	1.5
除く食料・エネルギー	1.3	0.9	0.9	0.7	1.0	1.0	1.0	1.1	1.7	0.9	1.0
				予測							

(資料) Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics

(注1) 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。

(注2) 2010年末で期限を迎えるプッシュ減税については、富裕層を含め全所得者層で2年程度延長されると想定。

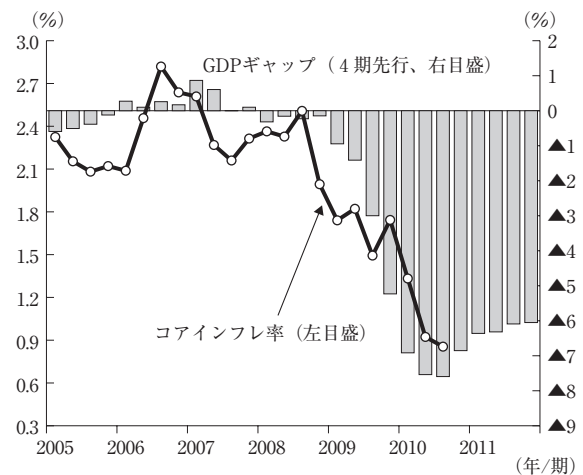
第2に、雇用情勢の改善の遅れである。財政悪化に伴う政府部門の雇用減少、雇用のミスマッチ拡大等を受け、雇用の改善ペースは緩慢にとどまるとみられ、個人消費も力強い回復を期待し難い。

第3に、住宅バブル崩壊の余波である、住宅含み損を抱える世帯が急増するなか、消費意欲の顕著な高まりは期待できない。また、商業用不動産向け貸出で大幅な不良化リスクを抱えるなか、中小を中心に金融機関が融資に慎重姿勢をとり続ける可能性も大きい。

結果として、2011年のアメリカ経済は2%台半ばとみられる潜在成長率を下回る緩慢な成長ペースが続き、通年の実質GDP成長率は+2.0%にとどまると予想される(図表22)。

なお、物価については、FRBの量的緩和に伴うドル安が物価押し上げに作用するものの、大幅な需給ギャップのマイナスが続くもとの、賃金・物価への下押し圧力が根強く残るとみられる。この結果、食料・エネルギーを除くコアベースでは、前年比1%程度の低率が長期化し、デフレ懸念がくすぶり続ける見通しである(図表23)。

(図表23) コアインフレ率とGDPギャップ

(資料) Congressional Budget Office, Bureau of Labor Statistics  
(注) 2010年10-12月期のGDPギャップは、当社見通しをもとに算出。

## 5. リスク要因

上記のメインシナリオに対する主たる攪乱要因は、FRBによる量的緩和拡大、いわゆるQE2 (Quantitative Easing II) に対する市場の反応である。

メインシナリオにおける基本認識として、量的緩和の拡大は、金融システム不安が強い状況下では流動性リスクを軽減し、市場金利を低下させることで有効な政策手段となりうるが、低

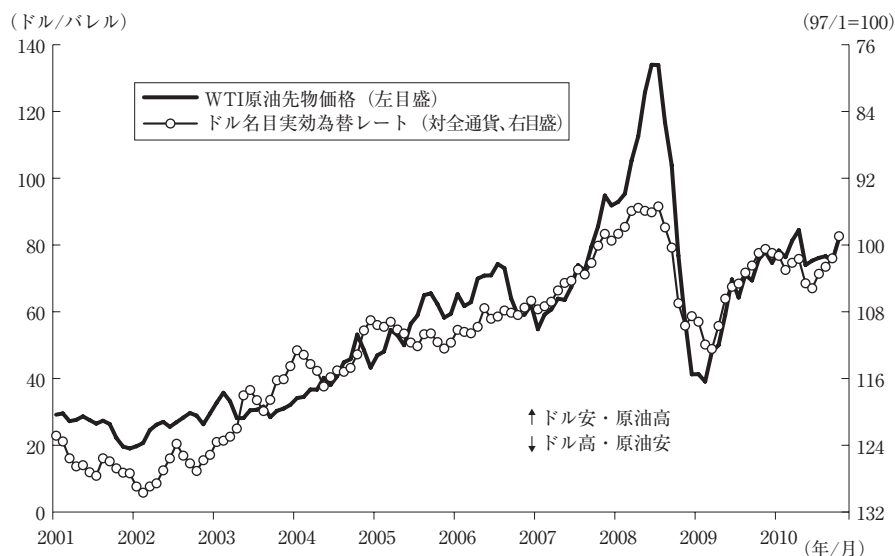
金利がすでに実現している状況下では顕著なプラス効果をもたらすことは難しいとみている。また、インフレに関しても、需給ギャップが解消されている状況下では、インフレ期待が惹起されやすいものの、大幅な需給ギャップが存在する下では期待インフレ押し上げ効果は小さいと判断している。ドル相場への影響に関しても、景気の長期停滞が続く日本、ギリシャ危機をきっかけに構造問題が露呈したユーロ、自国通貨高受け入れに消極的な新興国、等を踏まえると、ドル安が一方的に進行する可能性は小さいと判断される。ドル相場と逆相関の関係がある資源価格に関しても、大幅なドル安が回避されれば、景気の先行き不透明感の残存、投資家のリスク許容度低下等の要因も加わり、価格高騰の可能性は小さいとみている。

もっとも、量的緩和拡大に対する市場の反応次第では、实体经济に大きな影響が及ぶ可能性も否定できない。以下では、想定以上に景気が下振れするケース、逆に想定以上に景気が上振れするケースについて指摘しておく。

景気下振れケースとして第一に留意すべきは、ドル安加速と資源価格の高騰である。WTI原油先物価格がドル実効為替レートと強い逆相関の関係を有していることから、メインシナリオでの想定に反して大幅なドル安が進行すれば、原油などの資源価格も高騰する(図表24)。所得創出力が低下している状況下、ガソリンをはじめとしたエネルギー価格の上昇は、実質購買力を低下させ、消費を一段と下押しするとみられる。

第2が、長期金利の上昇である。FRBの対応と市場の受け止め方次第では、デフレイメントの払拭という所期の目的を越えて好ましからざるインフレ期待の高まりを招き、長期金利が上昇するリスクも否定できない。实体经济の改善を伴わないインフレ期待の独り歩きによる長期金利上昇は、住宅市場の低迷長期化、企業の投資活動の抑制を招来するのみならず、政策面での大幅な引き締めにつながりかねない。すなわち、国債費急増に伴う財政悪化が政府の財政政策の自由度を一段と奪うほか、FRBはイン

(図表24) 原油価格とドル実効為替レート



(資料) FRB, Bloomberg L.P.

フレ期待抑制のため大幅な金融引き締めに転じることを余儀なくされる恐れがある。

逆に、上振れケースとしては、量的緩和拡大をきっかけに、株式をはじめとするリスク資産投資が活発化する可能性も完全には排除できない。資産価格と実質個人消費の関係をみると、10%の株高により実質個人消費は0.2~0.3%押し上げられると試算される。大幅な株高になれば、資産効果により個人消費がメインシナリオ以上に堅調に推移し、「消費拡大→雇用増加→消費拡大」という自律回復局面への移行が果たされるという展開もナローパスながら想定する（図表25）。

（図表25）10%の資産価格上昇の実質個人消費押し上げ効果

（%ポイント）

住宅価格	0.79
株 価	0.24

（資料）Bureau of Economic Analysis、S&Pを基に日本総合研究所試算

（注）住宅価格はS&P/ケースシラー。全米住宅価格指数、株価はS&P500を使用。

主任研究員 牧田 健

（2010. 11. 25）