

アメリカ経済見通し

調査部

目 次

1. 景気の現状
 - (1) 春以降、景気減速を示す経済指標が散見
 - (2) 景気回復の動きには底堅さも

2. 景気の底堅さをもたらす三つの要因
 - (1) 過度な緊縮財政は回避の見込み
 - (2) 進展する債務圧縮・住宅価格調整
 - (3) 製造業の対外競争力向上

3. 2012～2013年のアメリカ経済見通し

4. リスク要因

1. 景気の現状

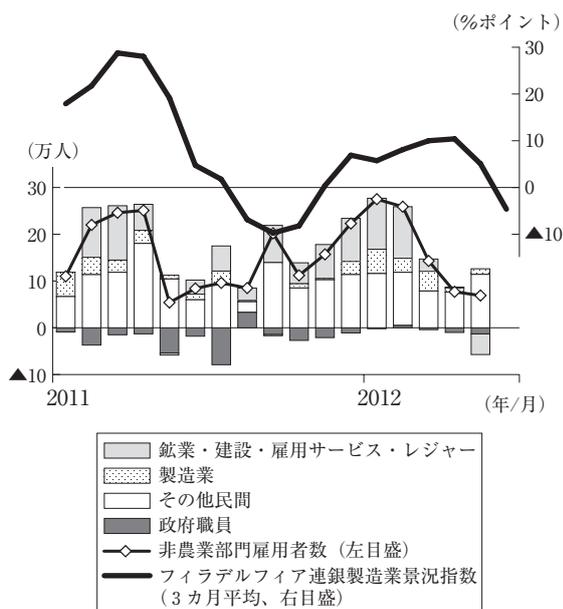
—春以降、雇用を中心に減速がみられるものの、緩やかな回復基調が持続

(1) 春以降、景気減速を示す経済指標が散見

アメリカ経済は、本年初にかけて回復ペースが加速しつつあったものの、春以降、景気の減速を示す指標が目立ち始めている。

まず、家計部門では、雇用の改善に一服感が広がっている。非農業部門雇用者数は、昨年12月以降、3カ月連続で前月差+25万人前後の増加と、昨年通年の増加ペース（同+15.3万人）を大きく上回ったものの、4月以降は月+10万人を下回るペースへと鈍化している（図表1）。雇用に变調の兆しがみられるほか、欧州債務問題の再燃を受けた株価の下落などから、消費者マインドの改善も頭打ちとなった。カンファレンスボード消費者信頼感指数は、本年2月に4年ぶりの高水準を記録した後、低下傾向に転じている。

（図表1）アメリカ非農業部門雇用者数（前月差）と製造業の景況感の推移



（資料）BLS、Federal Reserve Bank of Philadelphia

企業部門でも、製造業・非製造業ともに景況感が悪化傾向にある。各地区連銀のサーベイをみると、フィラデルフィア連銀製造業景況指数が5月以降、2カ月連続で景気判断の分かれ目となるゼロを下回るなど、ほとんどの地区で昨年後半からの改善の動きが頭打ちとなっている。非製造業においても、本年初にかけて着実な改善がみられたISM非製造業景況指数が、2月を既往ピークに低下傾向に転じている。こうしたなか、企業の設備投資にも減速感がみられ、実質設備投資の増加ペースは、昨年下半年の年率10%程度から、本年1～3月期には年率2%弱へと鈍化した。

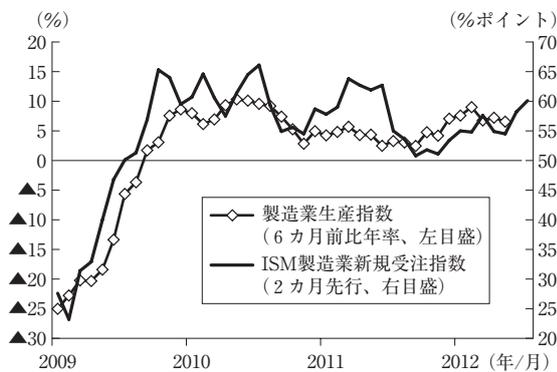
(2) 景気回復の動きには底堅さも

このように、足許ではアメリカ経済の減速を示す指標が散見されており、景気の先行きに対し不透明感が強まっている。もっとも、本年入り後の家計・企業部門の動きを詳しくみると、景気回復の底堅さが確認される。

まず、足許の雇用の減速は、記録的な暖冬で冬季の雇用が押し上げられた反動という側面が大きい。実際、雇用者数の推移を業種別にみると、今冬に大幅に増加していた建設業やレジャー産業などが、春以降、減少に転じている。これらの業種を除けば、月+10万人前後の増加ペースを維持しており、雇用回復の足取りは総じて安定している。

一方、企業部門をみると、欧州債務問題の深刻化などを背景にマインドの慎重化がみられるものの、生産・受注の拡大傾向は持続している。ISMの製造業新規受注指数は、昨年春以来の水準まで上昇しており、生産は年率+10%近い増加ペースが続いている（図表2）。足許でみられる設備投資の減速も、年初から設備投資減税が縮小された影響が大きく、一時的な動きにと

(図表2) アメリカ製造業の生産・新規受注の推移



(資料) ISM, FRB

どまる可能性が高い。

2. 景気の底堅さをもたらす三つの要因

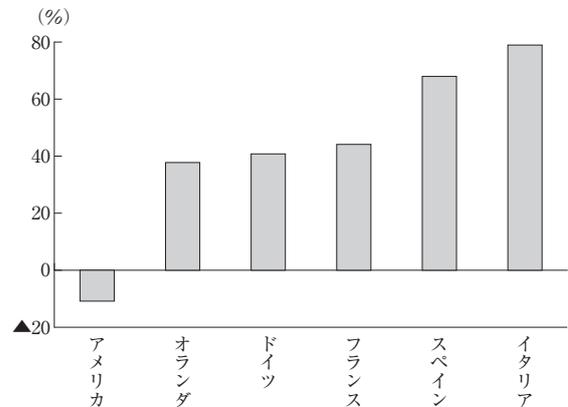
こうしたアメリカ経済の底堅さは、主に以下の3点に起因すると考えられる。

第1に、拡張的な財政政策の継続である。アメリカでは、リーマン・ショック直後に総額8,000億ドルに上る景気対策（アメリカ再生・再投資法：2009年2月成立）を策定し、その後も州政府への財政支援やブッシュ減税の延長、給与税の引き下げなど、財政面からの景気下支えを行ってきた。

第2に、家計の債務圧縮と住宅価格の調整進展である。住宅バブル期に発生した過剰債務の圧縮と大幅に上昇した住宅価格の調整は、景気回復の阻害要因となってきた。もっとも、これまでの調整により、可処分所得対比でみた家計債務は大きく低下したほか、住宅価格の下落ペースも鈍化しており、景気への下押し圧力は緩和方向にある。

第3に、製造業の対外競争力の向上である。アメリカでは、生産性の上昇やドル安の進行などにより、製造業の国際競争力が高まっている。実際、主要先進国のドルベースでみた単位労働コスト（企業が一定量の生産を行うために必要

(図表3) 主要先進国の製造業単位労働コストの変化幅 (2002~2010年、ドルベース)



(資料) Bureau of Labor Statistics

な労働コスト)の変化を比較すると、アメリカ製造業のコスト競争力の顕著な向上が確認できる(図表3)。対外競争力の向上を背景に、製造業は総じて他のセクターを上回る回復を実現しており、景気の下支え役を担っている。

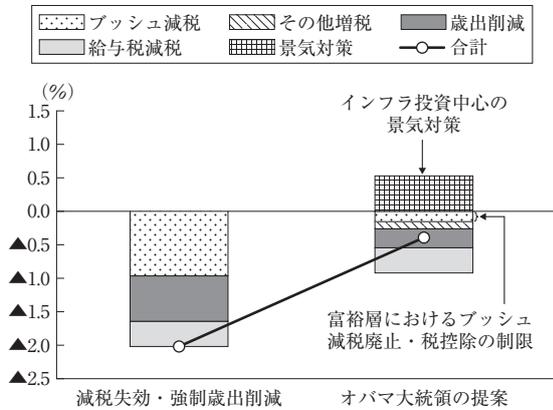
以上の認識のもと、本章では、2012~2013年のアメリカ経済を見通すに当たり、「財政政策の行方」、「バランスシート調整の進展」、「製造業の対外競争力向上の影響」の3点について詳しく検討する。

(1) 過度な緊縮財政は回避の見込み

まず、財政政策を巡っては、「財政の崖」と呼ばれる2013年初からの大規模な財政緊縮措置の扱いが焦点となる。「財政の崖」とは、現行のブッシュ減税・給与税減税の失効(2012年末)や、予算管理法(昨年8月成立)にもとづく強制的な歳出削減(2013年から実施)などにより、2013年初に見込まれる大幅な財政の引き締めを指す。年末までに議会が対策を講じない場合、「財政の崖」により2013年のGDPは▲2.0%ポイント程度押し下げられると試算される(図表4)。

リーマン・ショック後の拡張的な財政政策に

(図表4) 2013年初の減税失効・歳出削減がアメリカの景気に与える影響 (実質GDP、2013年)

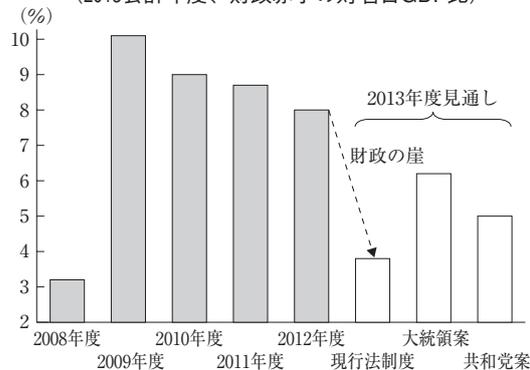


(資料) OMB, CRRF, CBOなどをもとに日本総合研究所作成
 (注1) オバマ大統領の提案は、予算教書で提案された政策のうち2013年以降の政策のみ実施した場合の影響を試算。
 (注2) 減税失効・強制歳出削減は、毎年延長されている減税措置が失効となった場合の影響などを含まず。このため、財政の崖に関するCBOの試算結果(2012年5月)に比べ、GDPへの影響が小さくなっている。

伴い、連邦政府の財政赤字は対名目GDP比で8%超と、戦後最悪の水準で高止まりしており、一定の財政赤字削減は避けられない。もっとも、景気回復が緩やかなものにとどまるなか、大規模な財政緊縮措置の実施は景気の大規模な悪化へとつながりかねない。オバマ大統領、共和党ともに、こうした認識は共有しており、過度な緊縮財政を回避する姿勢を示している。実際、両者が議会に提示した2013年度の予算案は、「財政の崖」が実現した場合と比較し緊縮幅を緩和した内容となっている(図表5)。11月の大統領選挙を控え両者の対立は激化しているものの、景気への影響に配慮した妥協案が成立する余地は十分にあるといえる。こうした状況を踏まえ、本見通しのメインシナリオでは、一部歳出削減の実施が景気を下押しするものの、ブッシュ減税・給与税減税の延長により景気の深刻な落ち込みは回避されると想定している。

ただし、過度な緊縮財政の回避により实体经济への悪影響が緩和された場合でも、以下2点

(図表5) アメリカの財政赤字と大統領・共和党予算案比較 (2013会計年度、財政赤字の対名目GDP比)



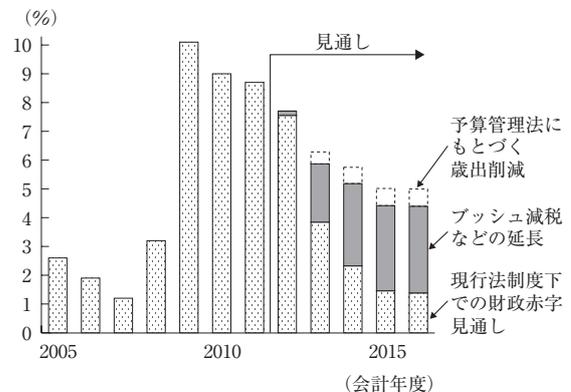
(資料) CBO, House Budget Committee
 (注) 現行法制度では、予算管理法にもとづき2013年初から歳出削減が実施されるほか、ブッシュ減税などの減税措置が廃止。

を背景に、金融市場に混乱が広がるリスクには留意しておく必要がある。

第1に、米国債の格下げリスクである。ブッシュ減税などの現行減税措置が延長された場合、予算管理法と同規模の歳出削減(10年間で1.2兆ドル)を実施したとしても、名目GDP比5%前後の財政赤字が続くことになる(図表6)。中長期的な財政再建計画の策定に合意できなければ、米国債が格下げされる恐れがある。

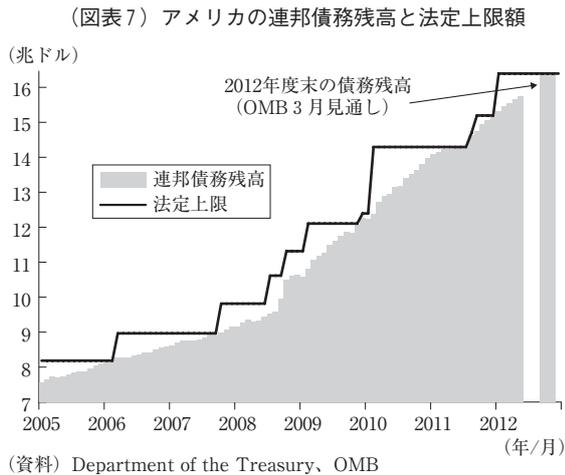
第2に、連邦政府の法定債務上限引き上げを巡る問題である。連邦政府の債務残高は、2012

(図表6) アメリカの財政赤字の見通し (対名目GDP比)



(資料) CBOをもとに日本総合研究所作成
 (注) ブッシュ減税などの延長は、現行減税(給与税減税除く)と診療報酬削減凍結の恒久化による財政赤字への影響(利払い費増加を含む)。

年度末（2012年9月）に16兆ドル超に達し、法定上限（16兆3,940億ドル）に迫る見込みである（図表7）。議会における政治的対立を背景に上限の引き上げが遅れれば、昨夏に続き、再び金融市場に混乱が広がる可能性がある。



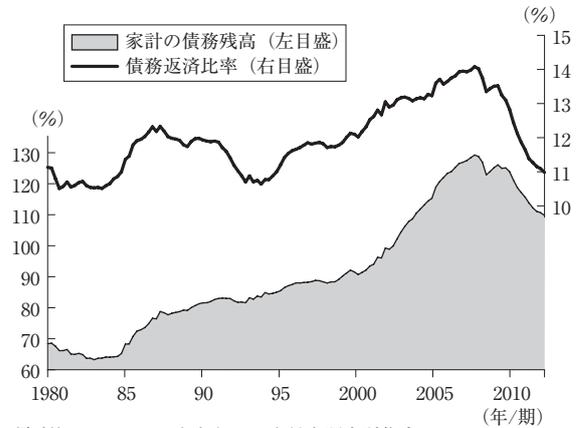
(2) 進展する債務圧縮・住宅価格調整

次に、家計のバランスシートと住宅価格の調整についてみると、ともに着実な進展がみられる。

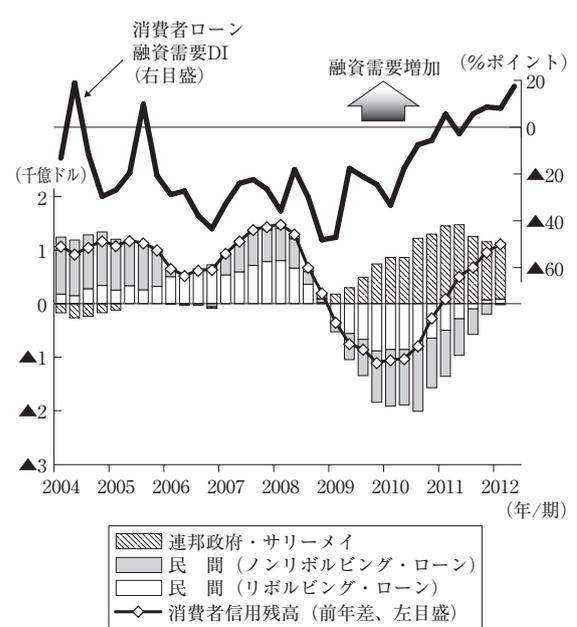
2012年1～3月期の家計の債務残高は、対可処分所得比で109.8%と、2008年4～6月期のピーク対比15%ポイント強低下した（図表8）。債務圧縮の進展に加え、歴史的な低金利のもとで借り換えが進み、債務の元本返済と利払いが家計所得に占める割合（債務返済比率）は、統計開始以来の最低水準にある。

こうした債務負担の低下を受け、家計は借入れを伴う消費の拡大に前向きになりつつある。消費者信用残高の内訳をみると、クレジットカードなどのリボルビング・ローンや、自動車ローンなどのノンリボルビング・ローンの減少傾向が一服し、足許で増加に転じている（図表9）。FRBの四半期調査においても、家計の融

(図表8) アメリカ家計の債務残高と債務返済比率の推移 (対可処分所得)



(図表9) アメリカの消費者信用残高と融資需要の推移

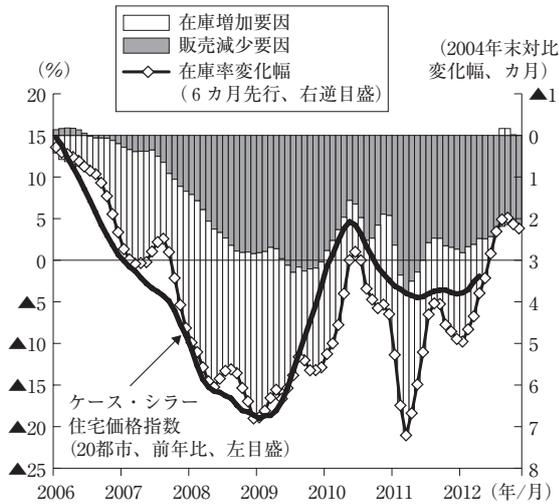


(資料) FRB
 (注1) 2011年1～3月期以降の融資需要DIはクレジットカード単独系列。
 (注2) 連邦政府・サラリーメイの融資は学資ローン。

資需要が増加傾向にあることが示されている。

一方、住宅市場では、住宅在庫の減少を主因に需給バランスの大幅な改善がみられる。中古住宅の在庫率（月当たり販売戸数に対する在庫戸数の比率）は、足許で6.5カ月前後と、2006年半ばの水準まで低下している（図表10）。需給の改善に伴う価格下押し圧力の緩和を受け、

(図表10) アメリカの住宅価格と中古住宅在庫率の推移

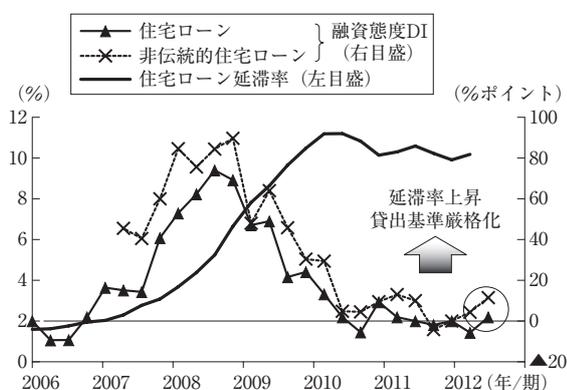


(資料) NAR
(注) 中古住宅在庫率は3ヵ月移動平均。

2007年初から続く住宅価格の下落傾向に歯止めがかかりつつある。

もっとも、住宅市場の本格回復には、なお時間を要するとみられる。住宅ローンの延滞率は依然として高水準にあり、金融機関は新規の住宅ローン融資に対し慎重な姿勢を崩していない。銀行の融資担当者に対するFRBの四半期調査によると、足許で住宅ローンの融資基準を再び厳格化する動きが出てきている(図表11)。金

(図表11) アメリカの商業銀行の融資態度DIと住宅ローン延滞率の推移



(資料) FRB
(注) 2007年4～6月期以降の融資態度DI(住宅ローン)はプライム・ローン。

融機関の慎重な融資姿勢が、引き続き市場回復の足枷となろう。

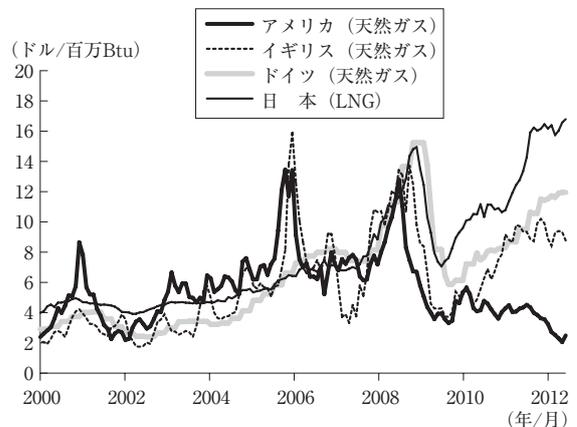
(3) 製造業の対外競争力向上

最後に、1960年代後半以降、雇用やGDPのウエート低下が続いてきた製造業における回復の兆しは、アメリカ経済における注目すべき変化といえる。近年の製造業の対外競争力の向上は、以下2点によるところが大きい。

第1に、生産コストの低下である。中国など労働コストの低い新興国との競争が激化するなか、アメリカ企業は人件費などのコスト抑制や、ITを活用した生産管理の高度化・生産ラインのオートメーション化などを通じた生産性の向上に力を入れてきた。加えて、2000年代前半から趨勢的にドル安が進んだことも、価格競争力の向上につながっている。

第2に、国内ガス価格の下落である。アメリカでは、技術進歩に伴う採掘コストの低下などから、シェールガスを中心とした非在来型天然ガスの生産が大幅に拡大し、天然ガス価格が諸外国に比べ極めて割安な水準にある(図表12)。天然ガスはアメリカ工業部門の一次エネルギー

(図表12) 世界の天然ガス・LNG価格

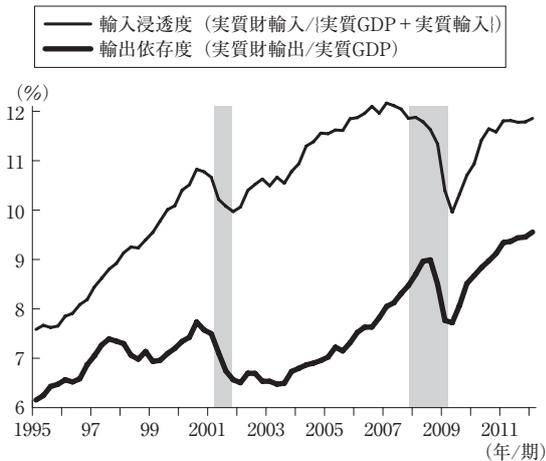


(資料) Bloomberg LP、財務省、IMFをもとに日本総合研究所作成
(注) 日本はLNG輸入CIF価格、イギリスはICE・NBP先物価格、アメリカはNYMEX・Henry Hub先物価格、ドイツはロシア産天然ガスの国境渡し価格。

消費の4割を占めており、天然ガス価格の下落を受けた原材料・電力料金などの低下が、製造業のコスト面における優位性を高めている。

こうした製造業の対外競争力の向上は、国内外におけるアメリカ製品の需要拡大につながっている。2009年以降、アメリカの財輸出は年率+20%近いハイペースで増加しており、輸出がGDPに占める割合（輸出依存度）は、リーマン・ショック前を上回る水準に達している（図表13）。一方、アメリカ国内においても、自国製品への需要の高まりが確認できる。総需要に占める輸入品の割合を表す輸入浸透度をみると、1990年代前半からの急激な上昇に、足許で歯止めがかかりつつある。

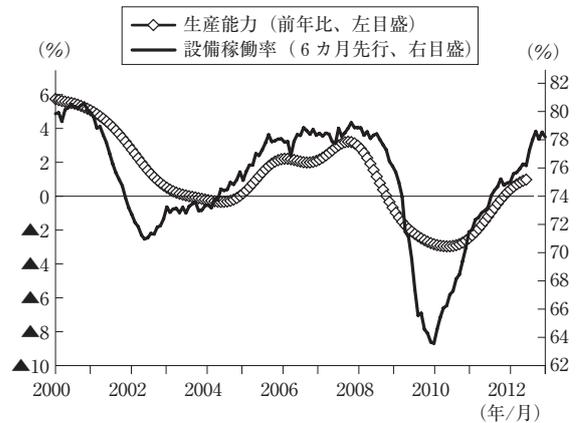
（図表13）アメリカの輸入浸透度と輸出依存度の推移



（資料）Bureau of Economic Analysis
（注）シャドー部分は景気後退期。

製造業の堅調な生産活動は、外需だけでなく国内投資の拡大を通じて、アメリカ経済の下支えに寄与する公算が大きい。生産の回復に伴い製造業の設備稼働率は足許で前回の景気拡大期におけるピークと同程度の水準まで上昇しており、さらなる生産拡大には生産能力の積み増しが不可欠となっている（図表14）。加えて、労働コストやエネルギー・コストの低下により

（図表14）アメリカ製造業の設備稼働率と生産能力の推移

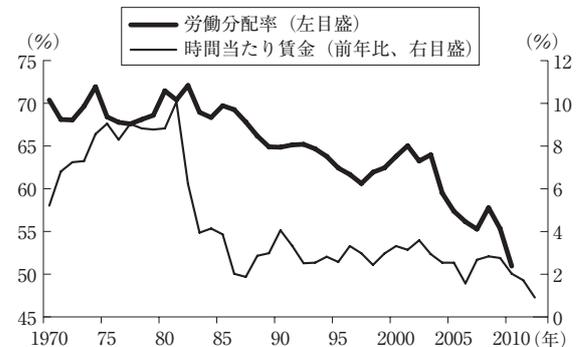


（資料）FRB

製造拠点としての魅力が高まったことから、これまで新興国で行なってきた生産をアメリカ国内に戻す動きも出てきている。

一方、製造業の競争力向上をもたらした人件費の抑制・生産性の上昇は、家計の所得環境の改善を阻害する側面も併せ持つ。実際、製造業における時間当たり賃金の伸びは、足許で年率+1%前後に抑制されており、粗利益に占める人件費の割合を表す労働分配率も歴史的な水準まで低下している（図表15）。加えて、生産性の上昇は、より少ない人員での生産拡大を可能にしており、生産の拡大が雇用の増加につながり難しくなっている。このため、製造業の回復が、

（図表15）アメリカ製造業の時間当たり賃金と労働分配率の推移



（資料）Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics
（注1）労働分配率 = (雇用者報酬/総付加価値) × 100。
（注2）時間当たり賃金の直近値は、2012年1～5月平均。

GDPの7割を占める個人消費の拡大を促すには至っていないのが実情といえる。

3. 2012～2013年のアメリカ経済見通し

一力強い成長は期待し難いものの、緩やかな回復基調が持続

以上の分析を踏まえたうえで、2012～2013年のアメリカ経済を展望すると、以下の要因を背景に、回復基調が持続する見通しである。

第1に、製造業を中心とした企業部門の堅調さである。製造業の対外競争力の向上が、輸出の着実な増加や国内投資の拡大を通じ、引き続き景気下支えに作用すると見込まれる。

第2に、バランスシート調整の着実な進展である。債務負担が大幅に低下するなか、家計は借入れを伴う消費の拡大に前向きになりつつあり、個人消費の底堅い増加が期待できる。

一方で、以下のような景気の足枷も残存しており、回復ペースは緩やかなものにとどまる公算である。

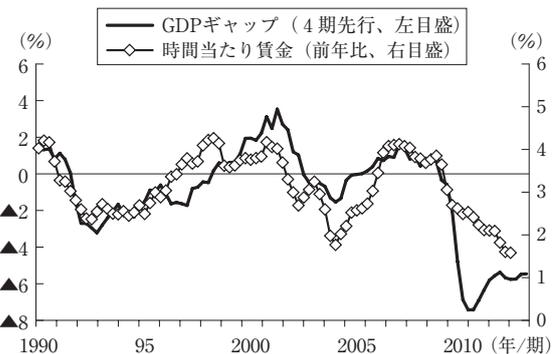
第1に、賃金の低迷を受けた家計所得の改善の遅れである。労働市場の大幅な需給緩和や企業のコスト削減姿勢を反映し、家計の時間当たり賃金の伸びは抑制された状態が続いており、

所得環境の改善は先行きも緩やかにとどまる見通しである（図表16）。

第2に、住宅市場の調整持続である。需給バランスの大幅な改善に伴い住宅価格への下押し圧力は緩和方向にあるものの、金融機関の慎重な融資姿勢などが市場回復の足枷となる。住宅価格の上昇傾向が明確化するにはなお時間を要し、資産効果などを通じた消費意欲の顕著な高まりは期待し難い。

第3に、政府の歳出削減である。ブッシュ減税・給与税減税の延長により、景気の深刻な落ち込みは回避される見通しながら、連邦政府の厳しい財政状況を勘案すれば、一定の歳出削減

（図表16）アメリカの時間当たり賃金とGDPギャップの推移



（資料）BLS, CBO
（注）時間当たり賃金の直近は、2012年3～5月の前年比。

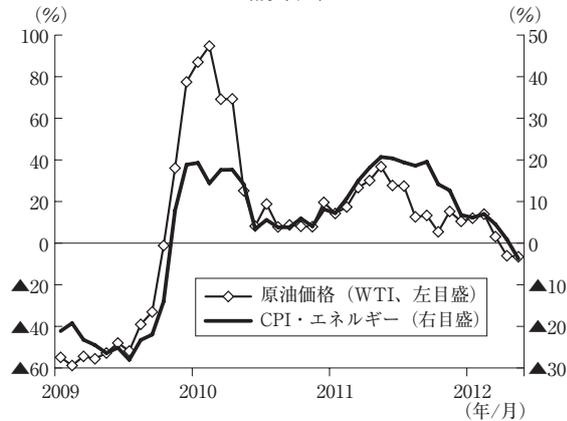
（図表17）アメリカの経済成長率・物価見通し

（四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント）

	2012年				2013年				2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	1.9	1.8	2.2	2.3	1.2	2.2	2.6	2.8	1.7	2.1	2.1
個人消費	2.5	1.6	2.1	2.3	2.3	2.4	2.7	2.8	2.2	2.0	2.3
住宅投資	20.0	5.2	3.8	3.9	4.1	4.6	4.8	4.9	▲1.3	8.9	4.3
設備投資	3.1	4.4	6.3	7.0	3.2	6.3	6.9	7.2	8.8	6.0	5.7
在庫投資	0.1	0.0	0.0	▲0.1	0.3	0.0	▲0.1	0.0	▲0.2	0.2	0.0
政府支出	▲4.0	▲0.7	▲0.3	▲0.3	▲8.0	▲3.0	▲1.5	▲0.7	▲2.1	▲2.0	▲3.0
純輸出	0.1	0.2	0.0	0.0	0.3	0.2	0.1	▲0.0	0.1	0.1	0.2
輸出	4.2	5.4	5.8	6.5	6.7	7.1	7.3	6.8	6.7	5.3	6.6
輸入	2.7	3.2	4.6	5.3	3.4	4.5	5.7	5.9	4.9	3.9	4.5
実質最終需要	1.8	1.8	2.3	2.5	1.0	2.2	2.6	2.8	2.0	2.0	2.0
消費者物価	2.8	1.9	1.4	1.5	1.5	1.7	1.9	1.9	3.2	1.9	1.8
除く食料・エネルギー	2.2	2.2	1.9	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	2.0	1.8
											予測

（資料）Bureau of Economic Analysis, 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。

(図表18) 原油価格とアメリカのCPI・エネルギーの推移
(前年比)

(資料) Bureau of Labor Statistics

の実施は避けられない情勢にある。加えて、11月の大統領選挙を控え、民主・共和両党の意見対立が一段と激化すれば、財政政策を巡る不透明感が企業・消費者マインドの下押しに作用する可能性がある。

結果として、2012～2013年半ばにかけては、2%台半ばと見られる潜在成長率を下回る緩やかな成長ペースが続く見通しである。一方、財政面からの下押し圧力が減衰する2013年央以降は、家計債務や住宅市場の調整に目処が付き始めることで、個人消費を中心に回復ペースが強まると期待される(図表17)。

なお、物価については、大幅な需給ギャップのマイナスが続くもとで下押し圧力が持続する見込みである。原油価格の下落に伴いエネルギー・コストの上昇を通じたインフレ圧力が減衰していることから、コアベースのインフレ率は前年比+2%を下回る水準に向けて鈍化する見通しである(図表18)。

4. リスク要因

最後に、以上のメインシナリオに対し留意すべき景気の下振れリスクについて指摘しておく。

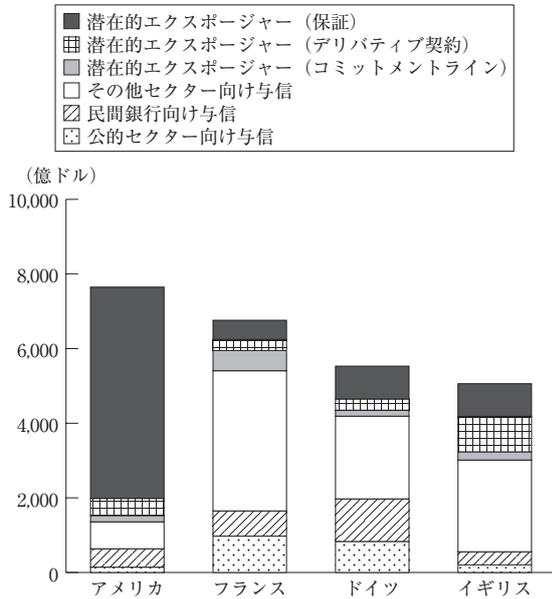
第1に、欧州債務問題の深刻化が、広範な金

融システム不安へと波及するリスクである。足許で金融資本市場の緊張を招いているギリシャのユーロ離脱懸念は、6月17日の再選挙で緊縮財政を支持するギリシャ新民主主義党(ND)が勝利したことで短期的には後退したものの、選挙後に発足した連立政権が救済条件の緩和をEUに求めるなど、依然予断を許さない状況にある。さらに、スペインでは、経営が悪化した国内銀行の救済に伴う財政赤字拡大懸念を背景に長期金利が急騰するなど、経済規模の大きいユーロ圏中核国の債務支払い懸念も燻り続けている。

本見通しのメインシナリオでは、①ギリシャが緊縮財政を堅持しユーロ・システムにとどまること、②ユーロ圏各国が成長支援策の強化や金融安全網の整備などで足並みを揃え、金融資本市場の深刻な混乱が回避されること、を想定している。もっとも、ギリシャが緊縮財政を放棄しユーロから離脱する可能性も否定できない。その場合、次の離脱国に対する懸念から欧州の金融システムが機能不全に陥る恐れがある。アメリカでも株安などを通じた個人消費の大幅な下振れは避けられないだろう。加えて、アメリカ国内でも金融システムに対する懸念が浮上する可能性がある。アメリカの銀行が抱える欧州重債務国向け信用についてみると、直接的な与信は少ないものの、CDS取引の「プロテクションの売り」などを含む潜在的エクスポージャーが大きい(図表19)。ポルトガルやスペインがデフォルトに陥り、それらの国で大企業や金融機関の経営破綻などが相次げば、アメリカの銀行に対しても経営基盤悪化への懸念が強まる事態となろう。

第2に、アメリカ議会が「財政の崖」の回避に失敗するリスクである。民主・共和両党の合意形成は難航が予想され、一時的な減税措置失

(図表19) 各国銀行のPIIGS向け与信・潜在のエクスポージャー
(2011年12月末)

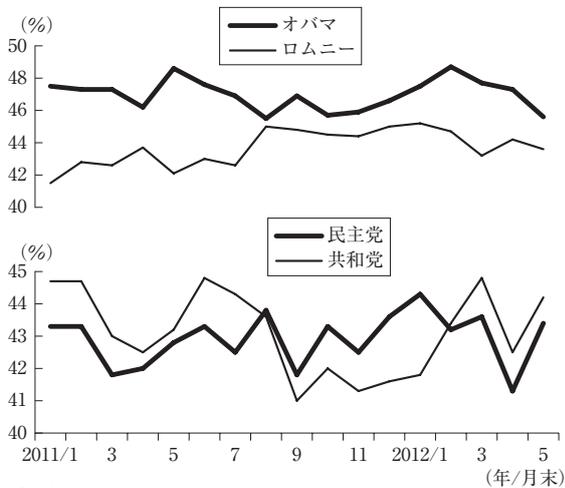


(資料) BIS

新議会においても大統領・上下院のねじれ状態が続く公算が大きい(図表20)。議会の政治対立が長期化し、減税措置の失効期間が長引けば、個人消費などの大幅な下振れは避けられない。その場合、アメリカ経済は後退局面に陥るだろう。

研究員 村瀬 拓人
(2012. 6. 28)

(図表20) アメリカ大統領・議会選挙の支持率



(資料) Real Clear Politics

(注) 支持率は、主要世論調査の平均値。

効の可能性も否定できない。この場合、財政政策に対する不透明感の強まりが、家計・企業のマインド悪化を通じ、消費・投資活動を想定以上に下振れさせる恐れがある。また、最新の世論調査によると、大統領選挙では現職のオバマ大統領が優勢である一方、同時に行われる議会選挙では共和党が優勢であり、来年1月からの