

アメリカ経済見通し

—調整は途半ばにあり、本格回復は困難—

調査部 マクロ経済研究センター

目 次

1. 2009年回顧
2. 調整途半ばのアメリカ経済
 - (1) 住宅市場調整
 - (2) 家計のバランスシート調整
 - (3) 金融システム不安
3. 2010年のアメリカ経済をみるうえでのポイント
 - (1) 大幅なGDPギャップが景気に与える影響
 - (2) 政策効果の減衰
 - (3) 商業用不動産という爆弾
4. 2010年のアメリカ経済見通し
5. リスク要因

1. 2009年回顧

—景気対策により持ち直しの動きがみられるものの、厳しい状況からは脱せず

2008年秋の金融危機に端を発した景気悪化は、年明けにかけてさらに深刻化した。1月の非農業雇用者数は、前月差▲74万人と1949年以來の減少となったほか、新築住宅販売も1963年の統計開始以來最低を記録するなど、消費・住宅・生産・雇用など軒並み大幅な悪化となった。この結果、1～3月期の実質GDPは前期比年率▲6.4%と、1982年以來の大幅マイナス成長となった(図表1)。

そうした情勢のもと、1月20日にスタートしたオバマ新政権は、公約である大型景気対策の早期策定に奔走し、2月には1,160億ドルの個人減税を含む、総額7,870億ドルの景気対策法が成立した。その後も、3月には住宅ローン支援策を発表したほか、4月には金融不安払拭に向け、大手金融機関19社に対し資産査定(ストレスチェック)を実施した。FRBも政府の対応を側面支援する形で、3月のFOMCで、政

府機関債や住宅ローン債券の買い入れ増額のほか、長期国債を最大3,000億ドル買い入れることを決定し、金融緩和姿勢を一段と強化した。

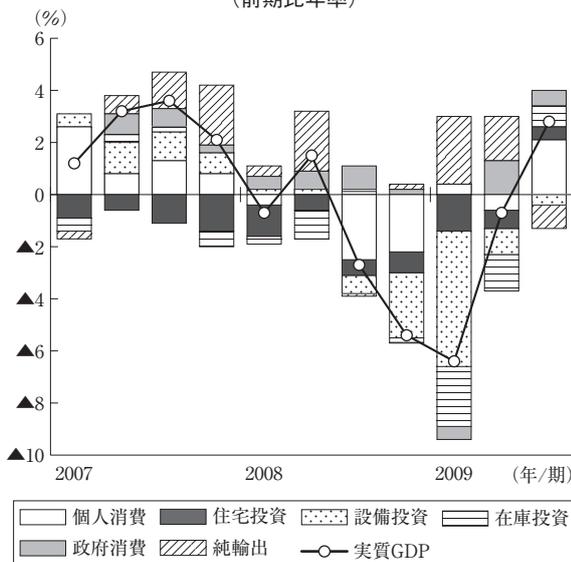
2008年末から懸案となってきた自動車経営問題に対しても、4月にクライスラー、6月にはGMに、事前調整型による連邦破産法11条の適用を申請させるという抜本的な手が打たれた。

こうした政府・FRBによる対応策が矢継ぎ早に打ち出されるなかで、春以降は株価や信用リスク関連指標、マインド指標などで改善の動きがみられ始めた。すなわち、ダウ平均株価は3月には金融不安再燃懸念から一時1997年4月以来となる6,500ドル台まで下落したが、その後は上昇に転じ、10月には10,000ドル台を回復した。コンファレンスボード消費者信頼感指数も、2月に過去最低を記録した後、持ち直しに転じている。

年央近くには、大型景気対策の効果が顕在化し、実体経済面でも一部の指標に持ち直しの動きが出始めた。個人消費は、4月からの減税実施を受け、5月以降4カ月連続で前月比増加となるなど、悪化に歯止めがかかった。なかでも、7月に実施された自動車買い換え支援策は、年率900万台に落ち込んでいた自動車販売を、8月には1,400万台へと大きく押し上げた。住宅販売も、住宅新規購入支援策により、4月以降緩やかながらも持ち直しに転じた。これにより、住宅価格下落や住宅着工減少にも歯止めがかかった。こうした政策効果に加え、年初から春先にかけて生じた大幅な在庫調整が一巡したことから、鉱工業生産も6月を底に持ち直しに転じている(図表2)。この結果、7～9月期の実質GDPは5四半期ぶりにプラス成長に復帰した。

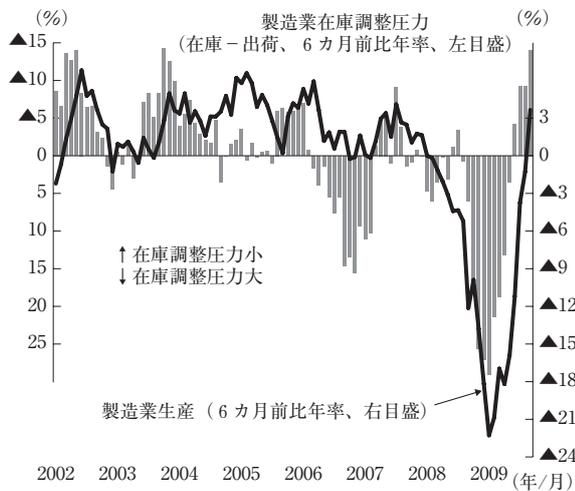
もともと、実体経済、とりわけ雇用は厳しい状況が続いている。雇用者数は減少ペースこそ

(図表1) アメリカ実質GDP・需要項目別内訳 (前期比年率)



(資料) アメリカ商務省

(図表2) アメリカ製造業在庫調整圧力と製造業生産

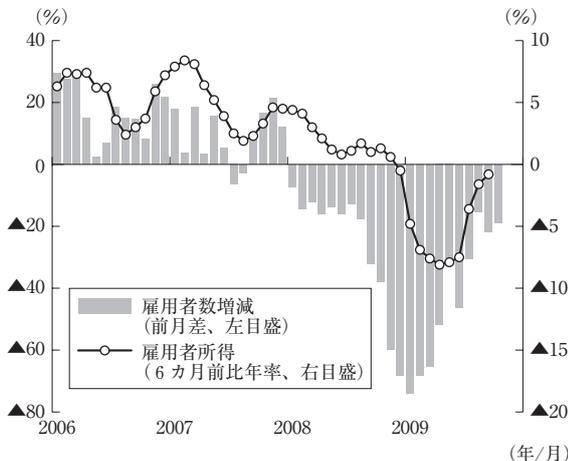


(資料) アメリカ商務省、FRB

鈍化したものの、引き続き前月比▲20万人前後と過去の景気後退局面並みの減少が続いている。失業率も26年半ぶりの10%台まで上昇しており、所得環境の悪化にも歯止めがかかっていない(図表3)。実質設備投資も、5四半期連続マイナスとなるなど、民間需要の根幹となる雇用や企業の投資活動は引き続き低迷している。

こうした情勢のもとで、2009年通年の実質GDP成長率は、前年比▲2.6%と第二次世界大戦終戦直後の1946年以来最大の落ち込みとなる見込みである。

(図表3) 非農業雇用者数増減と雇用者報酬



(資料) アメリカ労働省、商務省

以上のように、一部に持ち直しの動きがみえているとはいえ、政策効果により支えられている面が強く、経済基盤は脆弱なままである。このため、政府は11月に住宅新規購入対策の期限を2009年11月末から2010年4月末まで延長した。悪化が続いている雇用情勢に対しても、失業保険給付の再延長を実施するなど、景気下支えに向け既往政策を継続する姿勢を示している。FRBも、金融市場の混乱に際し打ち出した国債買い入れ等の緊急避難措置については、終了ないしは終了の方針を打ち出したものの、足許0.00~0.25%にある政策金利を長期間続ける意向を改めて表明している。

物価についてみると、昨年の原油および食品価格の大幅上昇の影響剥落を受け、消費者物価は3月に1955年以来初めて前年比マイナスとなり、7月には前年比▲2.1%と1950年1月以来の大幅下落となった。エネルギーや食品を除いたコアベースも、景気の悪化を受け、年央には2004年初以来となる1%台半ばまで鈍化した。

2. 調整途半ばのアメリカ経済

アメリカ経済の先行きを展望するに当たり、以下では、まず金融危機の過程で深刻化した住宅市場調整や家計のバランスシート調整、金融機関の不良債権問題の動向を改めて点検する。

(1) 住宅市場調整

2009年春以降住宅販売は、政府による住宅新規購入支援策を主因に底堅く推移した。この結果、中古住宅在庫率(在庫/販売、月数)はピークの11.0カ月から9月には8カ月前後まで低下した。こうした需給の改善を映じて、住宅価格の下落圧力も和らぎ、S&Pケース・シラー住宅価格指数は2009年5月から4カ月連続で上昇している。

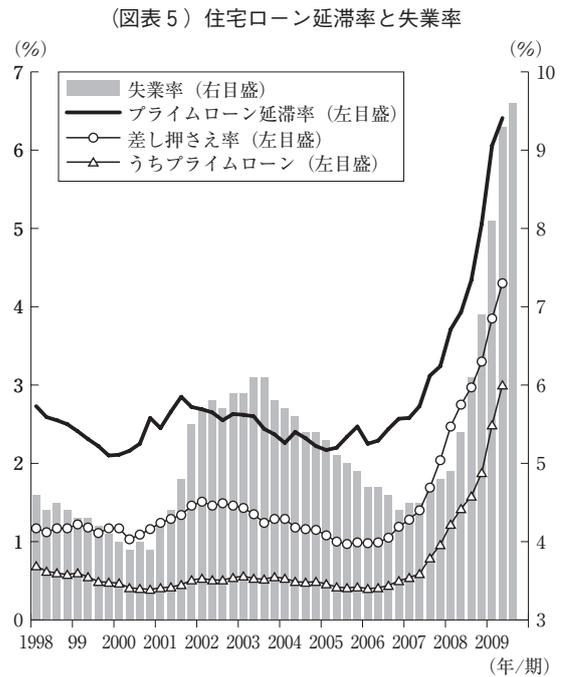
もっとも、住宅価格がこのまま順調に回復していくとみるのは早計である。家計の住宅資産／可処分所得比率をみると、2005年末のピークから低下してきたものの、試算上の適正値からは依然として10～20%過大な住宅資産を抱えていることが示唆される（図表4）。可処分所得の伸びが期待できないなか、追加で10%強の下落リスクがある。



(資料) 米FRB、センサス局
 (注) 適正比率は、持家比率が安定していた85～94年の平均を基に算出。
 ①は足許の持ち家比率（67.4%）、②持ち家比率の85年からの平均（63.9%）。

需給面をみても、引き続き供給圧力が根強い状況にある。まず、持ち家空室率（注1）は依然高水準にあり、中古市場で成約待ちの物件が今なお大量に残存していることを示唆している。加えて、当初はサブプライム層が太宗であった住宅ローンの延滞・差し押さえは、失業率の上昇に伴い、プライム層も大幅に増加している（図表5）。失業率の上昇が続く間は、差し押さえ物件の市場流入による物件供給圧力が強まり続けるとみられる。

需要面でも、バブルの調整から抜け出せてい

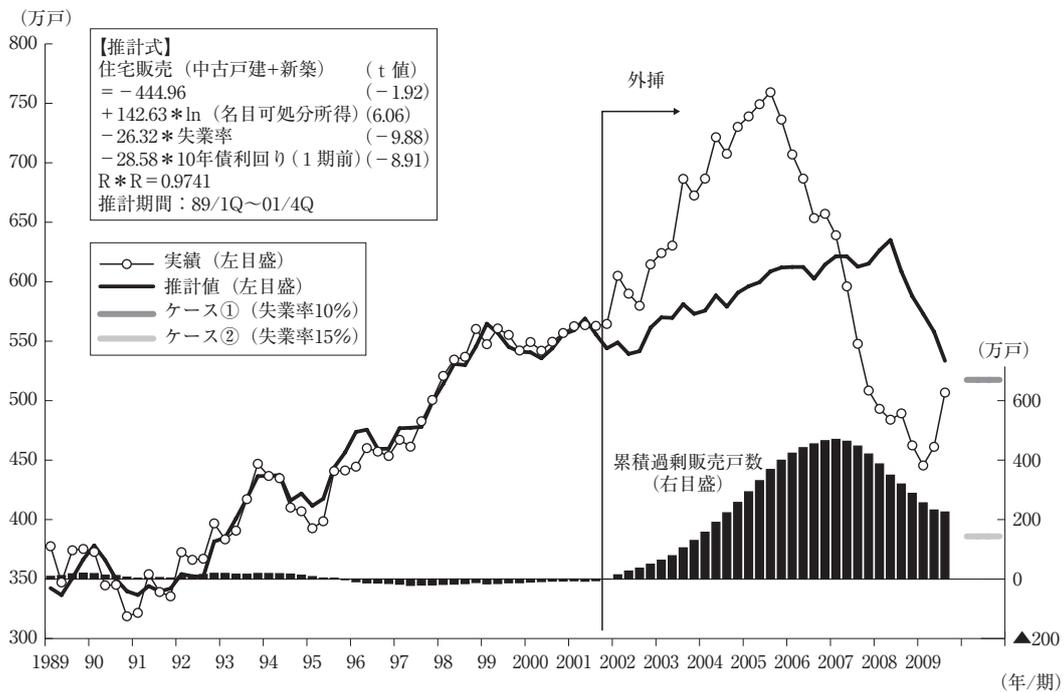


(資料) アメリカ抵当銀行協会、アメリカ労働省

ない。2002年以降の住宅バブルが、どれだけの規模で発生していたのかを、バブル発生前の1989年から2001年までのデータを基に試算すると、2002年から2007年初までに累計470万戸の過剰販売があったと推計される（図表6）。その後、理論値を下回る販売実績が続いた結果、過剰分の調整が進んできたものの、依然として200万戸程度の調整圧力（需要の先食い）が残存している。

政府は、本来2009年11月末に期限切れとなるはずだった住宅購入支援策を2010年4月末まで延長することを決定した。しかしながら、上記ストック調整圧力が残存していることに加え、失業率の上昇が住宅需要を抑制するとみられることから、先行き住宅需要が順調に増加する可能性は小さいと判断される。結果として、足許でみられる住宅市場の需給改善、および住宅価格の上昇も持続性を欠いたものとなる公算が大きい。

(図表6) 住宅販売(中古戸建+新築)の推計



(資料) アメリカ商務省、全米不動産協会、アメリカ労働省、FRB

(注1) 2002年以降の推計値は外挿値。

(注2) ケース①、②ともに、可処分所得横這い、10年債利回り横這いと想定。

(2) 家計のバランスシート調整

家計の債務圧縮の動きも、まだ緒についたばかりである。消費者信用は2009年入り以降減少が続いているものの、家計債務/可処分所得比率(以下、債務比率)をみると、所得の伸び悩みを背景に、依然120%台と歴史的な高水準にある。家計の債務返済額/可処分所得比率(以下、返済比率)も、2008年初のピークからは低下してはいるものの、13%台と依然80年代半ばから2000年にかけての安定水準である12%前後を大きく上回っている。

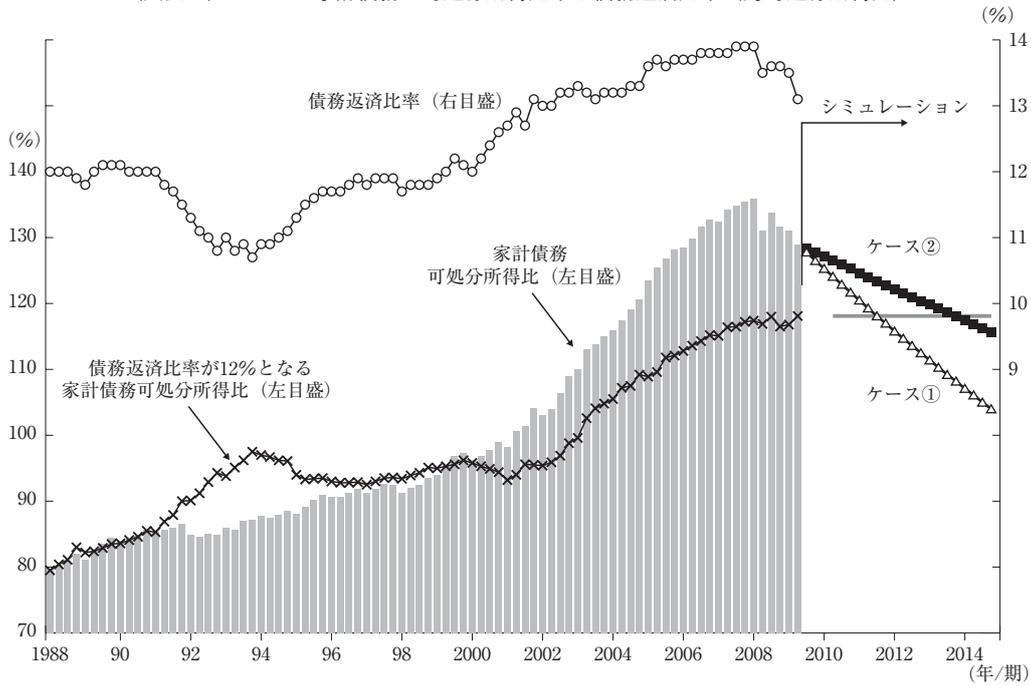
現在の金利水準で返済比率が12%になる債務比率が110%台後半であることを踏まえると、家計は可処分所得対比で10~15%程度の追加の債務圧縮が必要とみられる。こうした過剰債務が解消されるには、可処分所得の増勢が直近4四半期の平均であるゼロ%で推移し、債務残高

が同じく4四半期の平均である年率2%で圧縮されると想定した場合、2013年以降となる。債務圧縮ペースを倍に加速しても、所得が伸びなければ調整終了は2011年入り以降と試算される。以上より、今後2~4年にわたって家計はバランスシート調整の継続を余儀なくされるとみられ、家計消費は抑制され続けるとみられる(図表7)。

(3) 金融システム不安

金融不安も完全には払拭されていない。2008年末の大規模な公的資本注入によって、証券化商品に関連した損失計上・引当処理は峠を越した模様ながら、景気低迷を主因とする貸出債権の不良化が一段と進んでいる。金融機関は、多額の貸倒引当金の計上を行っているものの、不良債権・延滞債権の増加ペースに追いついてい

(図表7) アメリカ家計債務の可処分所得比率と債務返済比率(対可処分所得比)

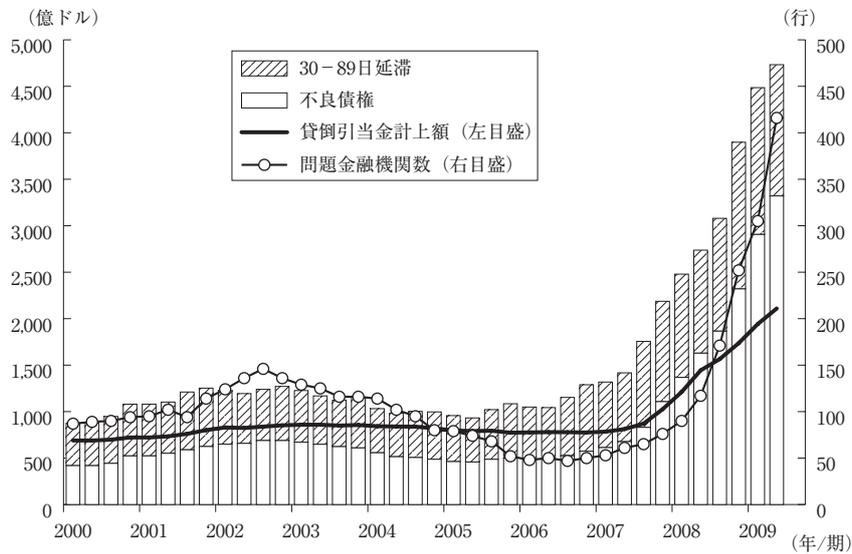


【シミュレーションの前提】

- ①可処分所得・ローン金利は今後横這いと想定
- ②家計債務残高の想定は、ケース①は年率▲4%、ケース②は同▲2%

(資料) 米FRB

(図表8) 全米金融機関の不良債権額と貸倒引当金



(資料) 米FDIC

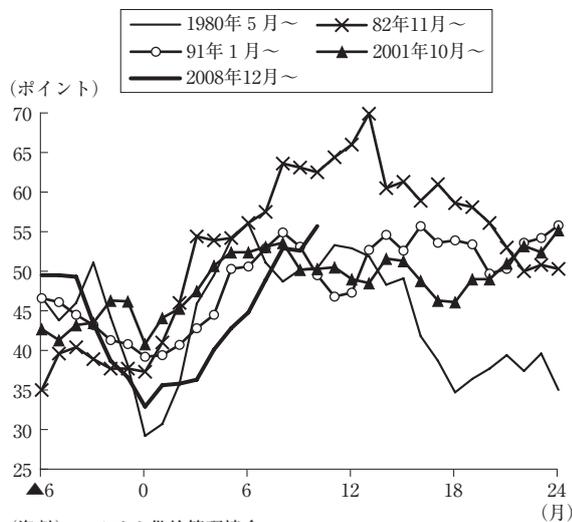
(注) 問題金融機関は、経営に問題があるとして連邦預金保険公社 (FDIC) が監視対象リストに掲載している金融機関。

ない。この結果、引当不足、事実上の資本不足状態が慢性化しており、FDIC (連邦預金保険公社) が認定する問題金融機関数も2009年6月

末時点で400行を突破している (図表8)。

このように金融システムの脆弱性が残るなか、金融機関の貸出は減少が続いており、資金制約

(図表9) 景気回復初期のアメリカISM製造業景況指数



(資料) アメリカ供給管理協会

を通じて引き続き景気抑制に作用している。

以上のように、住宅・家計債務の問題は、調整が進み始めているとはいえ、解決には程遠い状況にある。金融システム不安に関しては、金融市場の動揺は鎮静化したものの、不良債権問題はむしろ一段と深刻化している。

一方、春以降の生産増加・景況感改善局面もすでに最終局面に入りつつある可能性が大きい。80年以降における、景気回復初期の米ISM製造業景況指数をみると、82年末以降の局面こそ13カ月上昇が続いたものの、それ以外はいずれも、6～8カ月で上昇局面が終了している。その後は、いずれも1年から1年半にわたる「踊り場」局面が到来し、80年代前半のケースでは「二番底」に陥っている(図表9)。足許の回復局面が短命となれば、上記にみた調整圧力は長期間にわたって持ち越されると見込まれる。

(注1) 持ち家空室率=売却のために空き家となっている家 / (持ち主が住んでいる家+売却後未入居の家+売却のために空き家となっている家)。

3. 2010年のアメリカ経済をみるうえでのポイント

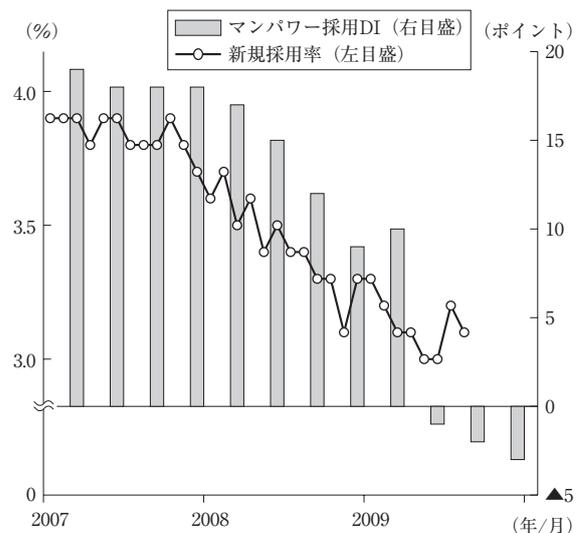
以上の認識のもとで、2010年のアメリカ経済を見通すにあたり、本章では重要と考えられる三つのポイント、すなわち「大幅なGDPギャップが景気に与える影響」、「景気対策効果の行方」、「商業用不動産問題」について検討する。

(1) 大幅なGDPギャップが景気に与える影響

景気は一部で持ち直しているものの、雇用の悪化には歯止めがかかっていない。マンパワー社が公表する採用判断DI(「採用増」-「採用減」)は2009年10～12月期が▲3と、統計開始以来最悪を記録しており、企業の採用意欲が一段と低下している(図表10)。

米議会予算局が公表する潜在GDPを基に算出したGDPギャップは、足許で▲6%弱と大幅な需要不足に陥っている。潜在成長率は今後2%弱の水準まで低下していく見通しであるが、同水準を超える成長が持続しなければ、失業率の顕著な低下が見込めないことになる(図表

(図表10) 新規採用率とマンパワー採用DIの推移



(資料) アメリカ労働省、Manpower

(注1) 新規採用率=新規採用者数/雇用者数。

(注2) マンパワー採用DI=「採用増」-「採用減」、DIは季節調整値。

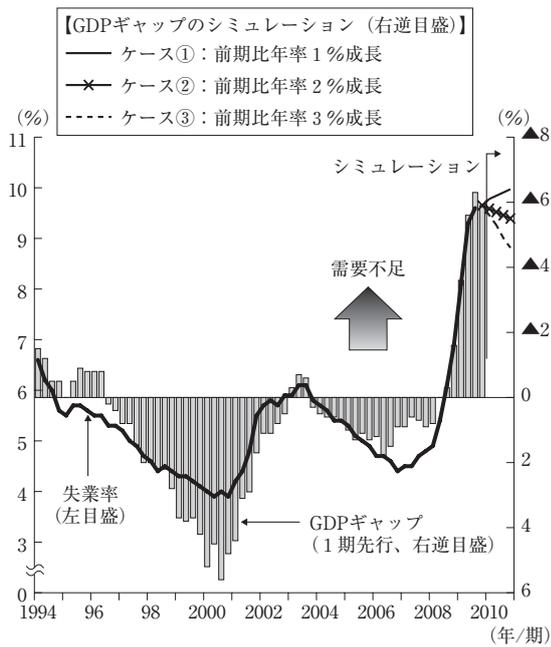
11)。失業率の高止まりが続けば、当然賃金の伸び鈍化傾向にも歯止めがかからない。所得・雇用環境の改善が見込み薄のなか、個人消費の低迷は長期化する見通しである。

一方、設備投資も回復への展望が拓けていない。生産持ち直しに伴い、製造業の設備稼働率は

は2009年央を底に底打ちの兆しをみせているものの、依然歴史的低水準にとどまっている。過去、稼働率70%台半ばから80%が、設備投資（除くIT投資）前年比増減の分岐点となっていたことを踏まえると、早期に設備投資が前年比プラスに転換することは期待できない情勢にある（図表12）。

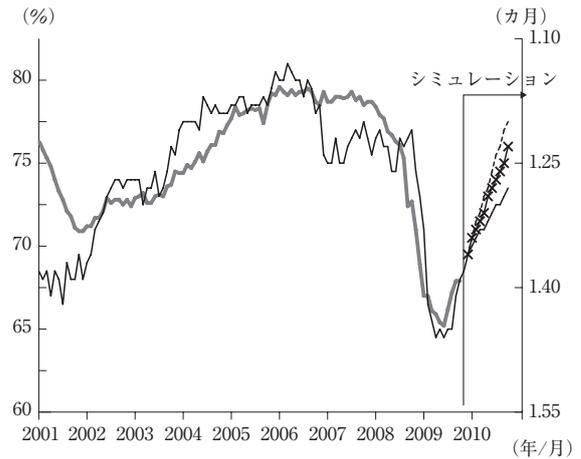
ちなみに、設備稼働率に対して3カ月程度の先行性を有する在庫率を基に、稼働率が75%を回復する時期を試算したところ、2009年7～9月期のペースで在庫率が低下しても、2010年後半となる（図表13）。

(図表11) GDPギャップと失業率の推移



(資料) アメリカ労働省、商務省、議会予算局 (CBO) を基に日本総合研究所作成

(図表13) 製造業における稼働率と在庫率の推移

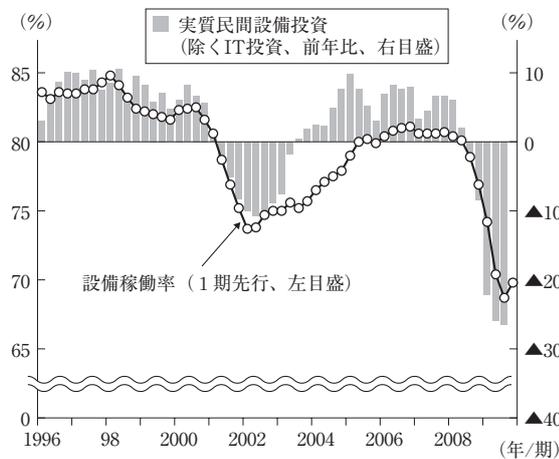


ケース①：出荷前月比▲0.4% (2009年1月以降平均)
 ケース②：出荷前月比0.0%
 ケース③：出荷前月比+0.3% (2009年7～9月平均)

稼働率 (左目盛)
 在庫率 (ケース①、3カ月先行、右目盛)
 在庫率 (ケース②、3カ月先行、右目盛)
 在庫率 (ケース③、3カ月先行、右目盛)

(資料) 米センサス局、FRB
 (注) 在庫は直近3カ月と同様のペース (前月比▲0.9%) で圧縮が進むと想定。

(図表12) 稼働率と設備投資の推移

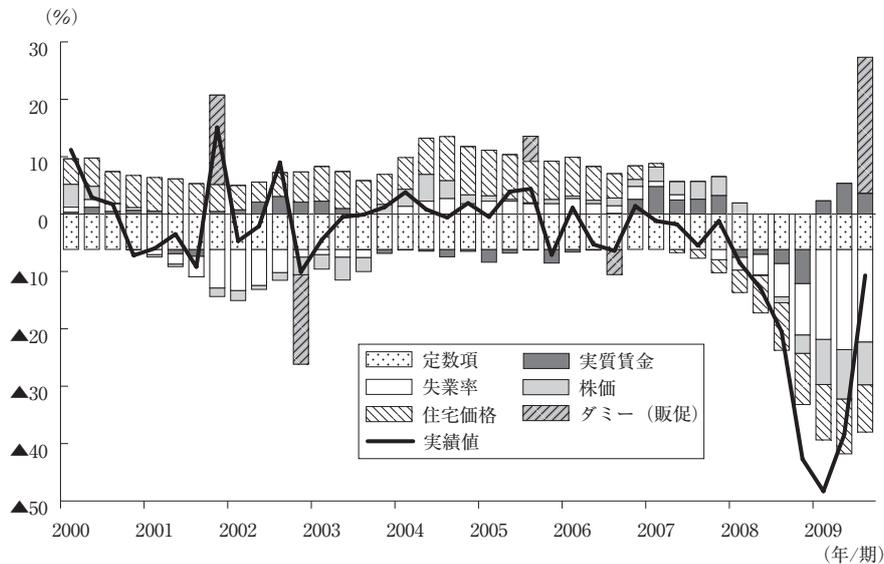


(資料) FRB、アメリカ労働省

(2) 政策効果の減衰

政府は2009年7月末から環境対応車への買い替えに最大4,500ドルを補助する支援策を実施した。これにより、8月の自動車販売台数は年率1,400万台にまで増加した。裾野の広い自動

(図表14) 自動車販売台数要因分解 (前年比)



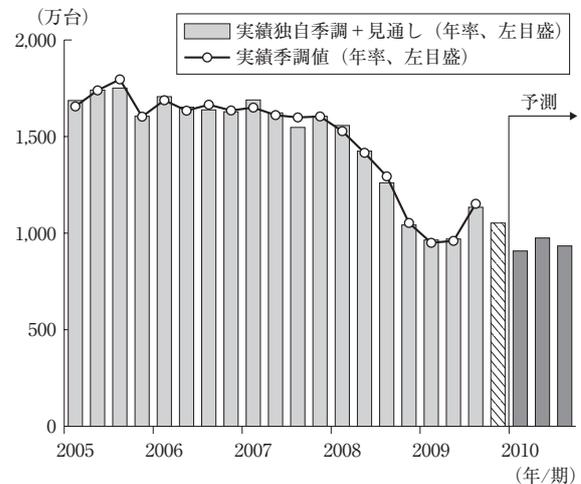
(資料) アメリカ労働省、Standard&Poor's、Bloomberg L.P.などを基に日本総合研究所作成
 (注1) 自動車販売台数前年比 = $a + \beta$ (実質賃金前年比 < -1期 >) + γ (失業率前年差) + δ (ダウ平均前年比 < -1期 >) + ε (住宅価格前年比 < -1期 >) に、販促実施期 = 1、その翌年 = -1 のダミー項をそれぞれ加え、推計式とした。
 (注2) 自由度修正済 $R^2 = 0.709$ 。

車の販売増加により、鉱工業生産は全般的に押し上げられ、2009年7～9月期の実質GDPを年率+0.3～0.4%ポイント押し上げた形となった。

自動車販売台数を要因分解すると、①失業率の上昇、②株価や住宅価格の下落に伴う「逆資産効果」が、引き続き下押し圧力として作用しており、販売増加は専ら同支援策によるものといえる(図表14)。これは本来販売が減る局面において、同政策が需要の大幅な先食いを喚起したものである。買い替え支援策が所定の予算払底に伴いすでに終了するなか、今後の反動減は不可避とみられる。

ちなみに、失業率の高止まりなど、一定の前提のもとに今後の自動車販売台数を試算すると、年率換算で900万台前後の低水準で推移する見通しとなる(注2)。この場合、フォードや経営再建途上にあるGMなど自動車各社は、強気な増産計画を立てているだけに、再度の在庫調

(図表15) アメリカ自動車販売台数の推移

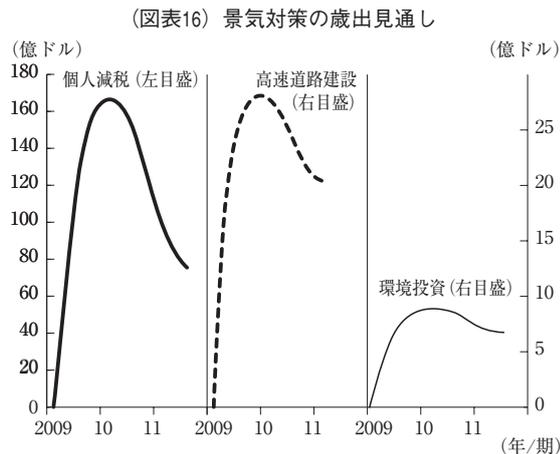


(資料) 各社資料、Bloomberg L.P.などを基に日本総合研究所作成
 (注1) 図表14の推計式を基に予測。
 (注2) 2009年10～12月期は10月実績値を季節調整して表示。
 (注3) 政府の環境対応車買い替え支援策導入以降の各社販売促進策による効果は考慮せず。

整などを通じて、景気が予想以上に下振れする恐れがある(図表15)。

政策の反動減が生じるのは、自動車に限らない。2009年春から始まった政府による総額

7,870億ドルの景気対策は、今後政策効果が徐々に剥落していく見通しである。個人減税のほか、インフラ・環境投資などは、2010会計年度（2009年10月～2010年9月）に支出額が最大となるように設計されている。四半期ベースの内訳は公表されていないが、限界的な支出増分はすでに低減し始め、2010年前半中にはマイナスに転じていく公算が大きい（図表16）。こうした点を踏まえると、政策による景気押し上げ効果は、前期比でみれば2010年1～3月期にかけて減衰し、その後は成長率にマイナスの影響を及ぼす要因となってくる。

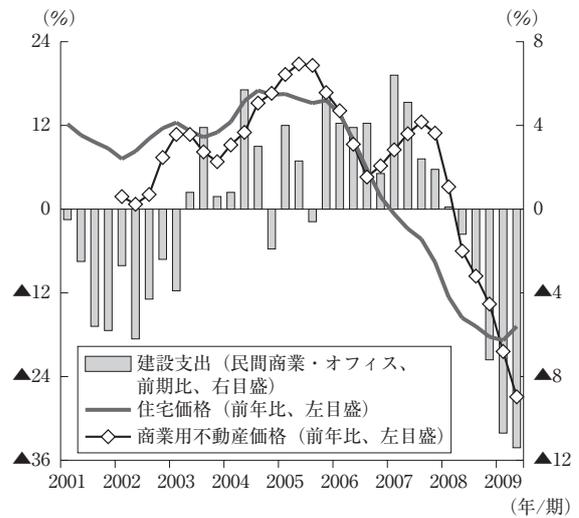


(資料) 米議会予算局、JOINT COMMITTEE ON TAXATIONを基に日本総合研究所作成
(注) 各項目の年度見通しを四半期分割して近似曲線で表示。

(3) 商業用不動産という爆弾

2009年春以降、住宅価格の前年比下落ペースが鈍化し始める一方で、商業用不動産価格の下落が加速している。その背景には、2000年代半ば以来の不動産開発ブームの破裂があり、民間商業施設およびオフィスの建設支出は期を追ってマイナス幅が拡大している（図表17）。先行きを展望しても、消費低迷を受け既存商業用施設の採算が大きく悪化するなか、当面大幅な下落が続く公算が大きい。

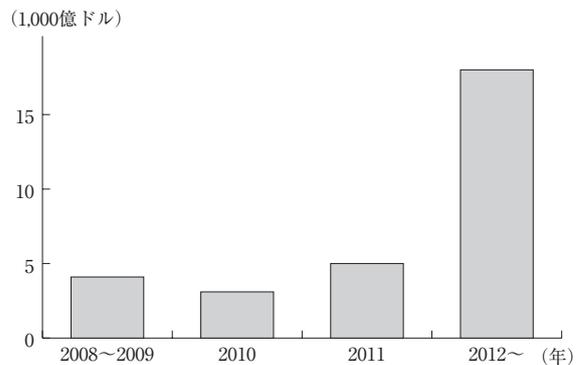
(図表17) 建設支出と不動産価格の推移



(資料) 米センサス局、Standard&Poor's、MIT Center for Real Estate
(注) 住宅は主要20都市の価格指数。

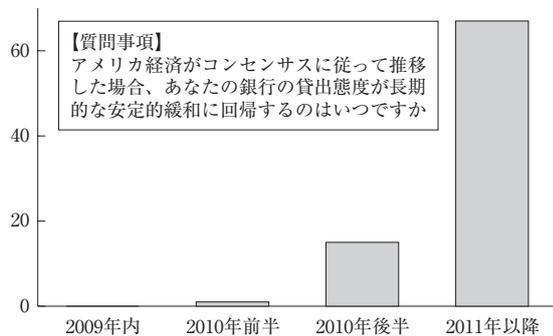
そうした状況は、金融システムに深刻なダメージを与える恐れがある。2005年以降活況を呈してきた商業用不動産向け貸出は、2010年以降順次満期が到来する。建設がピークとなった2007年に実行された貸出は、その大半が2012年以降に満期が到来し、その借り換え額は1兆8,000億ドルに達する見込みである（図表18）。一方、FRBの貸出態度サーベイによると、大半の金融機関が商業用不動産ローンの融資姿勢を緩和するのは「2011年以降」と回答しており、商業用不動産ローンの借り換えが円滑に進むか

(図表18) 商業用不動産ローン満期到来額の推移



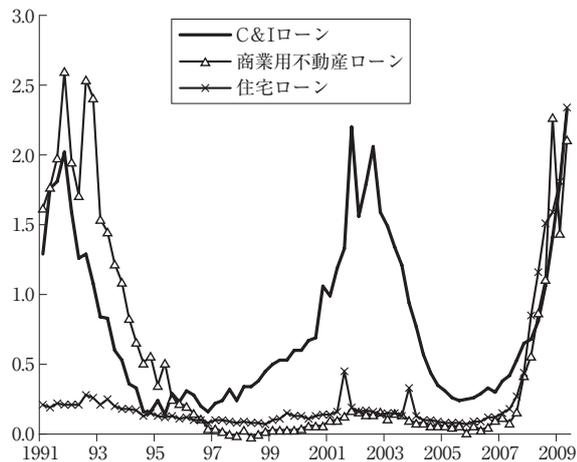
(資料) Joint Economic Committeeを基に日本総合研究所作成

(図表19) 商業用不動産向け貸出態度サーベイ



(資料) 米FRB
(注) 「投資適格級向け」、「非投資適格級向け」の各種ローンに対する回答の合計。

(図表20) 各種ローン償却率の推移



(資料) 米FRB、FDIC

どうかは予断を許さない (図表19)。

景気悪化に伴い、住宅ローンのみならず商業ローン、商業用不動産ローンなど、金融機関はあらゆる貸付で、延滞増加に直面し、不良債権償却を余儀なくされている。商業用不動産での焦げ付きがさらに拡大すれば、同貸付のウエイトの高い地方金融機関を中心に、金融不安が再燃する可能性も否定できない (図表20)。

(注2) 予測について、政府の環境対応車買い替え支援策以降に実施されている各社販売促進策の効果は考慮せず。

4. 2010年のアメリカ経済見通し

一年前半は政策効果の息切れによりマイナス成長。その後も停滞が持続

2010年のアメリカ経済を展望すると、以下の要因を背景に、引き続き極めて停滞感の強い状況が続く見通しである。

第1に、大幅なGDPギャップを抱えるも、雇用や投資の本格回復は見込み難い。労働需給ギャップが大幅に緩和しており、家計所得の改善は当面期待できない状況にある。また、稼働率が歴史的低水準にとどまっている状況下、少なくともIT関連や環境関連など特定分野を除けば、設備投資も回復が見込めない。

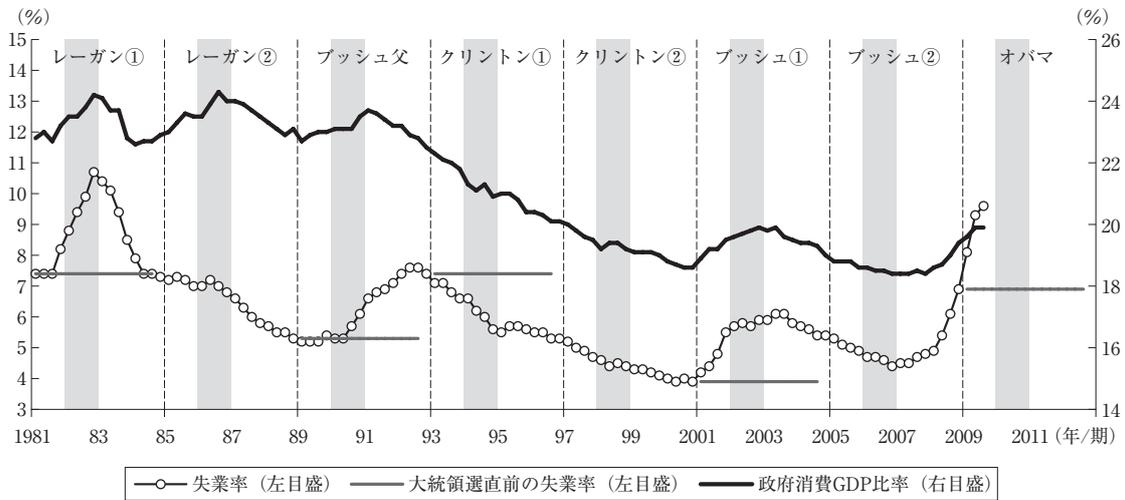
第2に、家計のバランスシート調整や住宅市場調整など、すでに顕在化している各種調整圧力も根強く残り、個人消費の力強い回復は引き続き困難とみられる。

以上のように、最終需要の回復が見込み難い一方で、5四半期ぶりにプラス成長転換の原動力となった公共事業をはじめとした政策効果は2010年初頭には剥落し、その後は限界的にはマイナス影響をもたらす。このため、政策効果の息切れが顕在化する2010年前半には再びマイナス成長に陥るとみられる。

一方、オバマ政権としても、2010年11月に中間選挙を控え、景気・雇用の悪化を座視できないと予想される。実際、政府消費/GDP比率は中間選挙実施年に上昇する傾向があり、歴代政権も景気テコ入れに注力してきたことを示している (図表21)。

また、失業率の上昇に歯止めがかからないなか、2012年の大統領選挙での再選をにらみ、追加景気対策への誘引も働こう。すなわち、過去一部の例外を除き、就任前対比失業率を上昇させた大統領は再選されないという経験則がある。失業率が年1%低下するには年3%台前半の成

(図表21) アメリカ失業率と政府消費GDP比率



(資料) アメリカ労働省、商務省
(注) ダーク部分は中間選挙年。

長が不可欠であり、早期にそれが実現できなければ、再選も覚束ないといえる。

こうした状況を踏まえると、2010年1～3月期中にも家計向け減税・支援策や公共事業などの追加景気対策が策定される可能性が大きい。それが年後半以降の景気を下支えし、景気の深刻な底割れは回避されると予想される。

この結果、2010年通年のアメリカの実質GDPは前年比+0.5%と、かろうじてプラス成

長となるものの、ほぼ横ばいととどまる見通しである(図表22)。

なお、物価については、その前提となる原油価格が、1バレル80ドル前後での横ばいで推移すると想定している。世界経済の先行き不透明感が根強いなか、原油需要の伸び悩みが予想されるためである。この結果、消費者物価は2009年春にかけてのエネルギー価格下落の反動を主に当面伸びが加速するが、2010年春以降、年

(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、%)

	2009年				2010年				2008年 (実績)	2009年 (予測)	2010年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	▲6.4	▲0.7	2.8	1.0	▲0.1	▲0.4	0.3	0.5	0.4	▲2.6	0.5
個人消費	0.6	▲0.9	2.9	0.3	0.1	▲0.0	0.0	0.1	▲0.2	▲0.7	0.4
住宅投資	▲38.2	▲23.2	19.5	5.4	▲2.9	▲1.3	▲0.7	▲0.4	▲22.9	▲20.3	0.4
設備投資	▲39.2	▲9.6	▲4.1	▲2.1	▲1.9	▲1.7	▲1.2	▲0.3	1.6	▲17.9	▲2.5
在庫投資	▲2.4	▲1.4	0.9	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	▲0.3	▲0.8	0.1
政府支出	▲2.6	6.7	3.1	3.8	0.7	▲1.8	1.1	1.8	3.1	2.2	1.6
純輸出	2.6	1.7	▲0.8	0.1	0.0	0.1	▲0.0	▲0.0	1.2	1.0	0.0
輸出	▲29.9	▲4.1	17.0	▲1.5	▲1.2	▲0.2	0.8	1.4	5.4	▲11.0	1.2
輸入	▲36.4	▲14.7	20.8	▲1.7	▲1.1	▲0.5	0.9	1.4	▲3.2	▲14.9	0.8
実質最終需要	▲4.2	0.6	1.9	0.9	▲0.1	▲0.5	0.1	0.3	0.7	▲1.8	0.4
消費者物価	▲0.0	▲1.2	▲1.6	1.9	2.7	1.9	1.4	1.2	3.8	▲0.2	1.8
除く食料・エネルギー	1.7	1.8	1.5	1.6	1.2	1.0	1.0	1.0	2.3	1.7	1.1
											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) 見通しは、GDP比1%の景気対策が2010年1～3月期に策定されると想定。

末に向け緩やかに伸びが鈍化していく見通しである。一方、食料・エネルギーを除くコアベースでは、労働需給ギャップの拡大が続くもとの、賃金・物価の下押し圧力が今後さらに増大するとみられ、年央にかけて前年比1%前後まで鈍化し、その後も低率の伸びが続くと予想される。

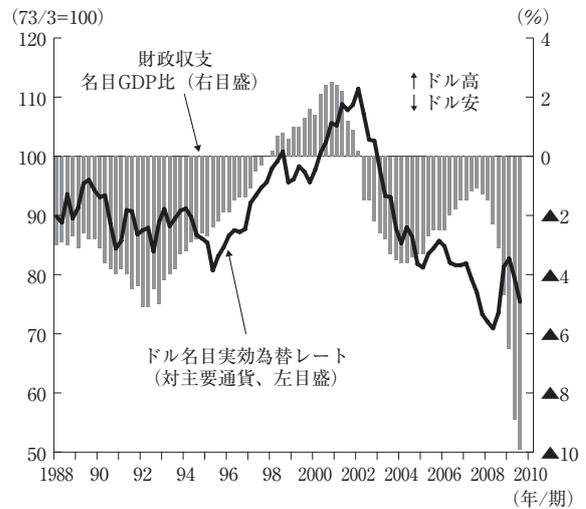
5. リスク要因

最後に、以上のメインシナリオに対して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、原油をはじめとした資源価格の高騰のリスクである。アメリカでは、2008年末から2009年春にかけて大規模な公的支援・経済対策を実施した結果、財政赤字の名目GDP比率はすでに▲10%超にまで拡大している。一方で、景気下支えのため、景気対策を打ち続ける必要に迫られており、財政赤字の顕著な縮小は当面展望できない状況となっている。こうした財政赤字の拡大は、海外からの資金流入に依存するアメリカにおいては、深刻なドル安を招く恐れがある(図表23)。その場合、WTI先物原油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、原油価格も大幅に上昇するリスクがある(図表24)。

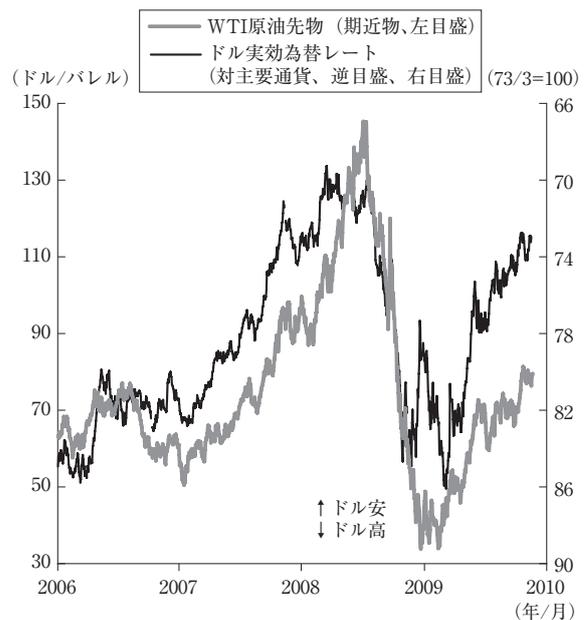
メインシナリオでは、①ドルの受け皿となるユーロも、景気低迷・財政赤字・低金利というアメリカ同様の状況に陥っていること、②世界経済の先行き不透明感が払拭されないなか、ドルから新興国・資源国への資金シフトも限定的にとどまること、等を背景に、ドル暴落、その結果としての資源価格高騰といった事態は回避されると見込んでいる。しかしながら、財政赤字拡大のみならず、FRBによる超低金利政策の長期化・中銀資産の質的劣化など、ドルの信認低下を想起させる材料が山積しているのも事

(図表23) ドル実効為替レートと米財政収支名目GDP比率



(資料) アメリカ財務省、商務省、FRB

(図表24) WTI原油先物とドル実効為替レート



(資料) 米FRB, Bloomberg LP.

実であり、こうしたリスクシナリオの実現可能性も排除できない。

仮に、2008年夏のような原油高が再現された場合、当時と比べ所得創出力が著しく低下している状況下、深刻な悪影響が生じかねない。すなわち、ガソリンをはじめとしたエネルギー価

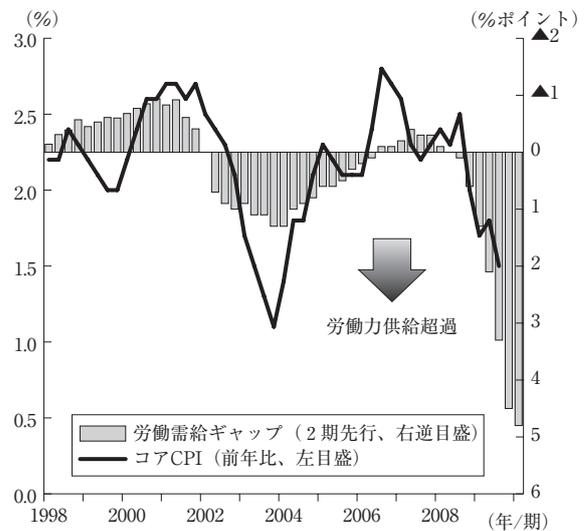
格の上昇は、実質購買力を低下させ、低迷が続く消費を一段と下押しするとみられる。ちなみに、アメリカでは、原油価格が1バレル70ドルを超えてくると、マクロ全体でみて、交易利得から交易損失に転じる傾向がみられる（図表25）。原油価格の上昇に伴い、海外への所得流出が加速し、内需の低迷が一段と深刻化していく恐れがある。



(資料) アメリカ商務省、Eurostat、Bloomberg L.P.

第2に、デフレリスクにも注意する必要がある。FRBは積極的な金融緩和策を打ち出しているものの、GDPギャップが未曾有の水準に拡大するなか、FRBが政策運営するうえで重視しているコア個人消費デフレーター前年比は+1%台前半にまで伸びが鈍化している。インフレ率はGDPギャップにより一義的に決まるものではないものの、GDPギャップが今後一段と拡大していけば、コア個人消費デフレーターもマイナスに転じる可能性を一概に排除できない（図表26）。

(図表26) 労働需給ギャップとコアCPIの推移



(資料) Congressional Budget Office、Bureau of Labor Statistics
 (注1) 労働需給ギャップ=失業率-NAIRU
 (注2) NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) : インフレを加速させない失業率を表し、CBOが独自に推計。

仮に、デフレに陥る事態となれば、実質金利の高止まりが経済活動回復の足枷となるほか、家計の過剰債務問題の解決が一段と困難となる。90年代の日本同様、景気の停滞が予想以上に長期化、深刻化する展開が現実味を帯びることとなる。

以上のように、財政支出を必要以上に拡大すればドル安・資源価格高騰を通じて所得流出が加速し、景気をむしろ下押ししかねない。これに対し、景気対策を小出しにすると、デフレに陥りかねない。アメリカ政策当局は、難しい舵取りを誤ることなく、持続的回復に向けたナローパスを進むことが求められている。

主任研究員 牧田 健
 (2009. 11. 18)