

# アメリカ経済見通し

調査部 マクロ経済研究センター

## 目 次

### 1. 景気の現状

- (1) 実体経済は持ち直しの動きが持続
- (2) 景気の下振れリスクが依然払拭できないアメリカ経済

### 2. 景気の本格回復を阻む要因

- (1) 景気対策効果の減衰
- (2) 持続性の乏しい消費拡大
- (3) 商業用不動産・住宅市場の低迷持続

### 3. 2010～2011年のアメリカ経済見通し

### 4. リスク要因

## 1. 景気の現状

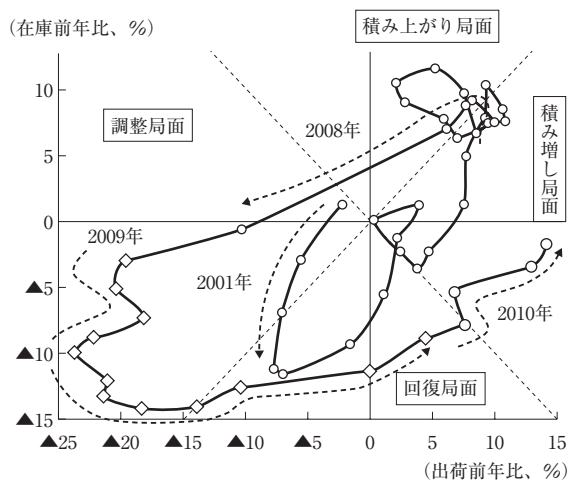
—景気は持ち直すも、下振れリスクは依然払拭されず

### (1) 実体経済は持ち直しの動きが持続

アメリカ経済は、本年央にかけて企業部門を中心に持ち直しの動きが続いている。

まず、製造業では、2009年6月を底に生産活動の拡大傾向が続いている。この背景には、輸出を中心とした需要の増加に加え、在庫調整の一巡により企業が在庫の積み増しを進めていることがある。製造業の在庫調整の進展度合いを在庫循環図でみると、2010年入り後は積み増し局面に入っていることが確認される（図表1）。こうした生産拡大を受け企業の景況感も改善傾向が続いており、4月のISM製造業景況指数は、2004年以来の水準に上昇している。

（図表1）製造業在庫循環図（2001年～）



（資料）アメリカ商務省

（注）2008年までは四半期表示。2009年以降は月次表示。

非製造業においても、持ち直しの動きが明確化し始めている。2009年中は低水準にとどまっていたISM非製造業景況指数は、年明け以降、景気判断の分かれ目となる「50」を上回る状況が続いており、景況感が着実に改善している。

住宅部門では、当初2009年11月末に終了する予定だった政府による住宅購入支援が2010年4月末まで延長されたことで、新築、中古ともに販売件数が年明け以降増加した。これにより、住宅着工も緩やかな持ち直しが続いている。

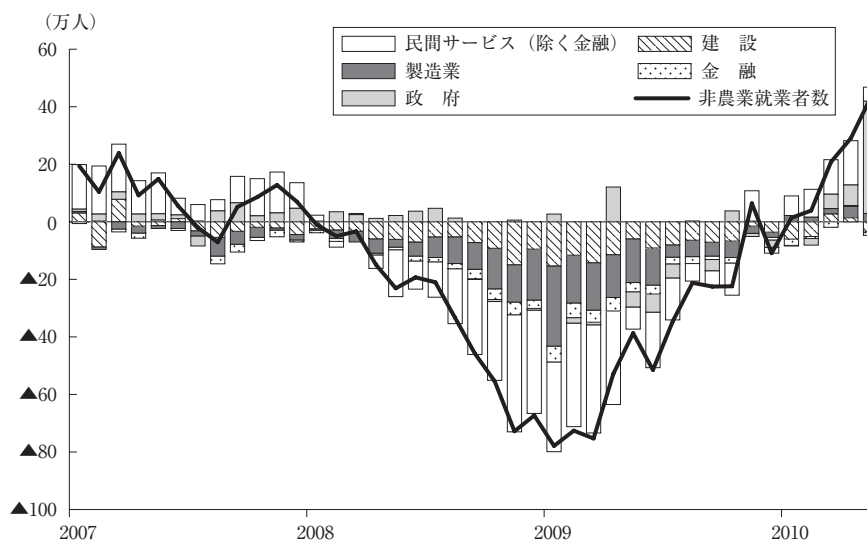
家計部門でも、年明け以降、消費者マインドの持ち直し傾向が鮮明化した。カンファレンスボード消費者信頼感指数は、雇用見通しの改善を主因に、2月以降上昇が続いている。こうしたマインド面の持ち直しを背景に、個人消費は堅調に推移している。2009年の小売売上高は、自動車販売支援策やガソリン価格高の影響から、自動車・ガソリンの売上げが上振れる一方、同分野以外は総じて低調に推移していた。それに対して、本年入り以降は、広範な品目で増勢が強まっている。

### (2) 景気の下振れリスクが依然払拭できないアメリカ経済

以上のように景気が持ち直し傾向を強めるなか、雇用も改善傾向が明確化した。非農業雇用者数は、年明け以降増加に転じ、5月には前月差43.1万人増となるなど、月を追う毎に増勢が加速した。もっとも、雇用の増加基調が定着したとは必ずしも言い切れない。すなわち、10年に1度の国勢調査が雇用押し上げに作用しており、民間雇用は4月の21.8万人増から5月は4.1万人増とむしろ増勢が鈍化した。アメリカの給与計算代行サービス大手ADP（オートマチック・データ・プロセッシング）社が算出している民間雇用の増加ペースも、前月差5万人前後で頭打ちとなっている（図表2）。

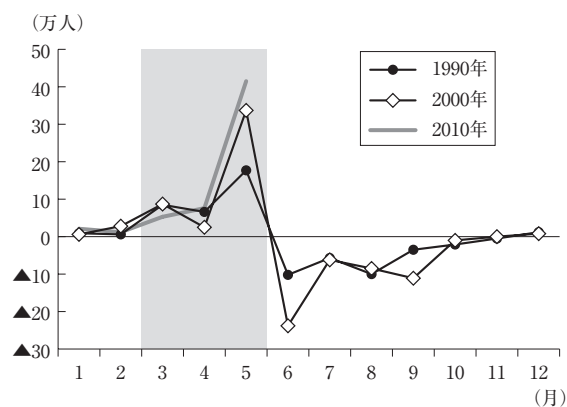
ちなみに、過去国勢調査が行われた年の政府雇用者数増減をみると、雇用押し上げは5月までで終わり、6月から9月にかけてその反動で月10万人前後雇用者数が減少する傾向が見受け

(図表 2) 米非農業雇用者数産業別内訳 (前月差)



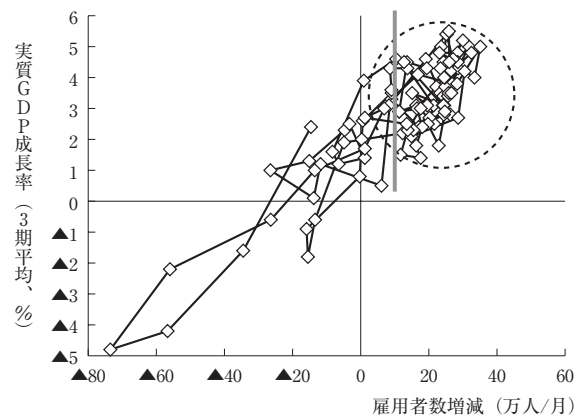
(資料) アメリカ労働省

(図表 3) 国勢調査年における政府職員雇用者数増減



(資料) アメリカ労働省

(図表 4) 85年以降の米雇用増減と実質GDP成長率



(資料) アメリカ商務省、労働省

られる (図表 3)。過去のパターンに則れば、秋口にかけて雇用全体の増加ペースが大きく鈍化するのを避けられず、民間雇用の増勢が微弱であることを踏まえると、月によっては雇用者数が減少に転じる局面も想定されよう。

こうした雇用の不安定性は景気回復の足取りも不安定なものとする。1985年以降の雇用の増減ペースと実質GDP成長率の関係をみると、月10万人の雇用増加が自律回復メカニズム作動の分岐点となっていることが窺える。すなわち、

これを上回ると、年率2%超の成長が実現され、それにより新たに雇用が生み出されるという、「安定成長局面」に入る傾向が見受けられる (図表 4)。逆にいえば、月10万人を下回る雇用増加にとどまれば、個人消費の下振れリスク、ひいては景気の下振れリスクは払拭されないとみることができよう。

以上を踏まえると、アメリカ景気は持ち直し局面にあるものの、いまだ「雇用増→消費増→雇用増→…」というメカニズムが作動するには

至っておらず、景気の下振れリスクがなお残っているといえよう。

## 2. 景気の本格回復を阻む要因

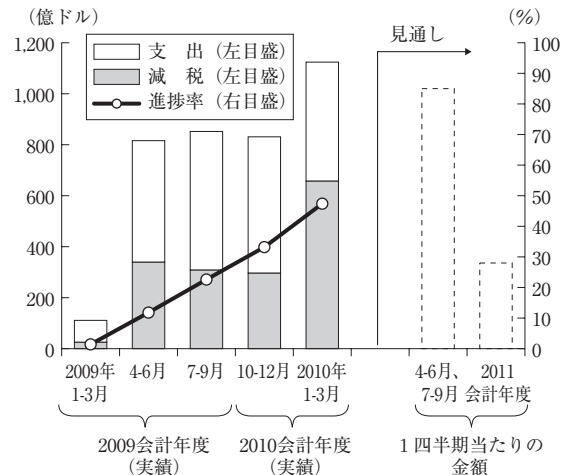
では、この先、アメリカ経済は本格回復に移行できるのだろうか。これまでの景気持ち直しは、新興国向け輸出と並んで、2009年2月に策定された景気対策が呼び水となってきた。今後、景気対策の効果が時間とともに減衰していくなか、アメリカ経済の本格回復には、民間需要の底上げが不可欠となってくる。しかしながら、結論を先取りすれば、従来景気回復初期段階で牽引役となってきた個人消費は、今回容易には浮上し難い状況に置かれている。また、景気に勢いをつける役割を担う不動産市場も、当面その任務を果たせず、むしろ足かせとなり続ける可能性が高い。以上の認識のもと、本章では先行きのアメリカ経済を見通すにあたり、民間雇用の順調な増加、ひいては景気の本格回復を阻む要因として、「景気対策効果の減衰」、「持続性の乏しい消費拡大」、「商業用不動産・住宅市場の低迷持続」の三つについてやや詳しく見ていくこととする。

### (1) 景気対策効果の減衰

景気対策の効果は今後減衰が避けられない。オバマ政権が2009年2月に策定した7,870億ドルの景気対策（ARRA）は、これまで景気持ち直しに作用してきた。しかしながら、同対策は2010年3月末までに約5割が支出済みとなっている。政府試算によれば、支出金額は2010年1～3月期がピークとなり、今後、1四半期当たりの支出額は減少する公算が大きい（図表5）。成長率に及ぼす影響としては、今後前期比ベースで押し下げ要因となってくる。

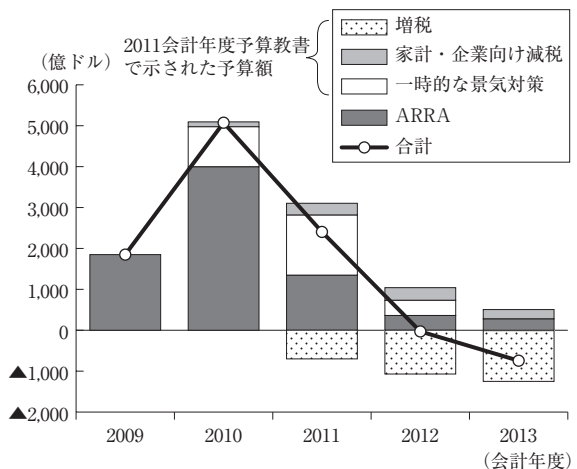
一方、追加の景気対策については、2010年11

（図表5）オバマ政権による景気対策の進捗状況



（資料）アメリカ商務省、議会予算局をもとに日本総合研究所作成  
 （注1）見通しは、議会予算局の年度見通しと、2010年1～3月期までの進捗率をもとに算出。  
 （注2）支出は、インフラ整備のほか基金創設など直接GDPに加味されないものも含む。

（図表6）政権の景気対策などに関する予算額



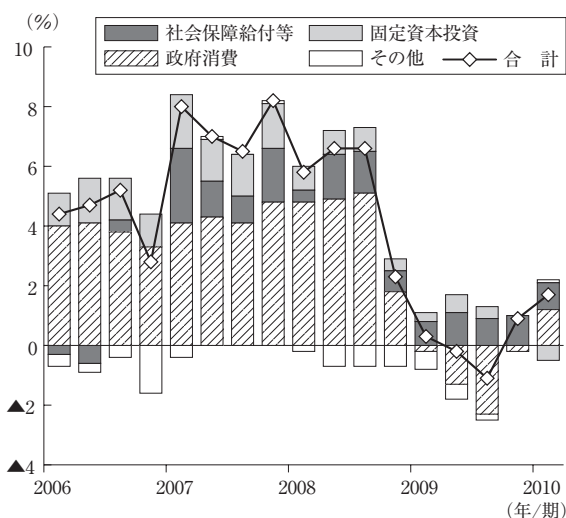
（資料）米議会予算局、行政管理予算局をもとに日本総合研究所作成  
 （注1）一時的景気対策は、勤労世帯向け税額控除延長等の減税や緊急失業保険給付の延長など。  
 （注2）増税は逆目盛で表記。

月に中間選挙を控え、失業保険延長給付の継続をはじめとした雇用対策や、児童・扶養家族控除拡大など家計・企業向け減税が実施される見込みである。もっとも、高所得層向けの増税など、負担増も同時に実施されるとみられることから、ネットでみた景気対策の規模は、2010～2012会計年度のトータルでGDP比1%程度に

とどまる見通しである。2009年の景気対策と合わせてみると、対策の景気押し上げ効果は、2011会計年度がはじまる2010年10月以降、大きく減少すると見込まれる（図表6）。

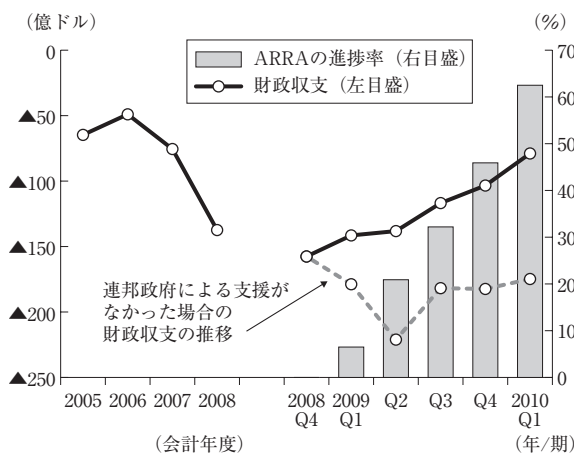
財政面からの景気に対するマイナス要因はこれにとどまらない。予算均衡が原則の州・地方政府では、失業保険給付など社会保障関連の支出が増加するなか、インフラ投資や人件費の削減を通じて歳出増加を抑制している（図表7）。

（図表7）州・地方政府による支出額の推移（前年同期比）



（資料）アメリカ商務省

（図表8）州・地方政府の財政収支の推移



（資料）アメリカ商務省、議会予算局などをもとに日本総合研究所作成

（注）進捗率は商務省、議会予算局などの資料をもとに算出。

一方、歳入面では税収が伸び悩んでいる。財政赤字は見掛けのうえでは縮小しているものの、ARRAに伴う連邦政府からの移転収入が計上されているためであり、これがなければ、大幅な財政赤字が続いている状況にある（図表8）。連邦政府による州・地方政府支援が今後細っていくなか、州・地方政府はさらなる歳出削減を迫られる公算が大きい。

## （2）持続性の乏しい消費拡大

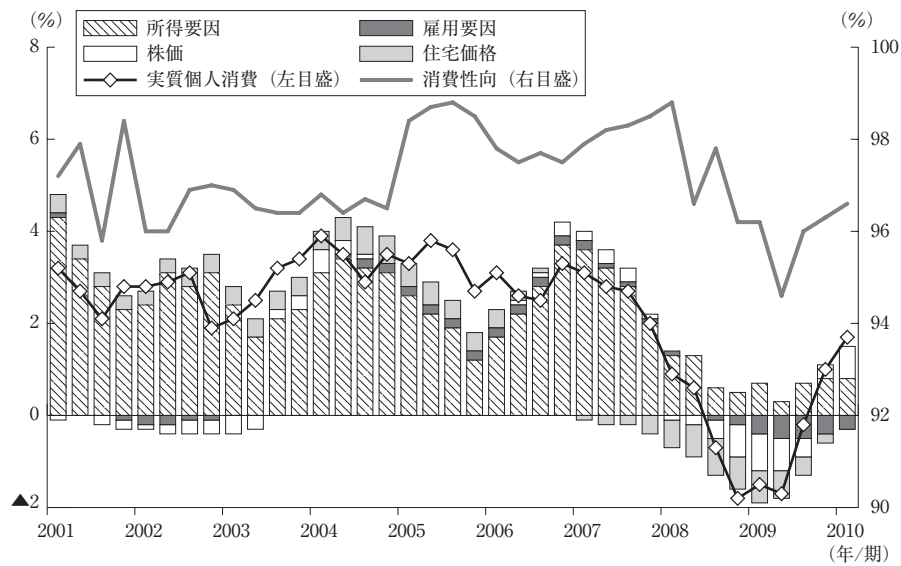
以上のように景気対策の効果が減衰していくなかで、それを民間需要が補えるのであろうか。

最大の需要項目である個人消費の動きをみると、年明け以降、堅調に推移している。消費関数を作成してこの要因を探ると、①雇用が増勢に転じたことによる消費マインドの改善、②住宅価格の下げ止まりによる逆資産効果の減衰、③株価の上昇による資産効果、の三つが最近の消費堅調に作用していることが指摘できる。所得が伸び悩むなかで、これら要因により消費性向が上昇したことが消費増加に寄与するという構図である（図表9）。

もっとも、消費性向の上昇を通じた消費拡大の持続性は乏しいとみておく必要がある。実際、欧州各国の財政問題への懸念が強まった4月半ば以降、株価は調整色が強まっている。住宅価格は、2009年春以降持ち直し傾向にあったものの、住宅在庫が高水準で推移するなか、同年10月以降再び弱含みに転じている。加えて、家計のバランスシート調整も途半ばにある。すなわち、家計負債は減少しているものの、可処分所得対比でみてなお歴史的な高水準にあり、さらなる負債圧縮が避けられない状況にある（図表10）。

一方、所得環境の低迷は長期化する公算が大きい。失業率の上昇・高止まりが続くなか、雇

(図表9) 消費性向と実質個人消費の要因分解 (前年同期比)



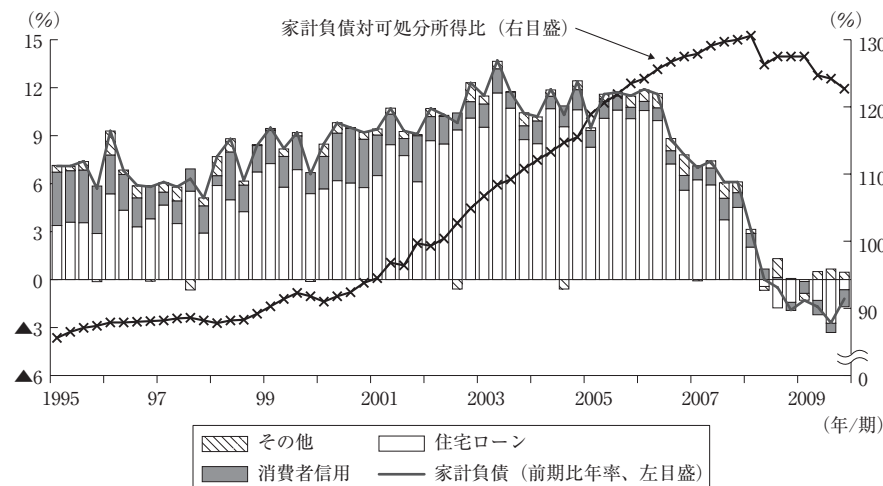
(資料) アメリカ商務省、労働省などをもとに日本総合研究所作成

(注) 要因分解は以下の推計式に基づく。

$$\ln(\text{個人消費}) = \Delta 1.08 + 0.93 \cdot \ln(\text{可処分所得}) + 0.11 \cdot \ln(\text{雇用者数}) + 0.02 \cdot \ln(\text{株価}) + 0.04 \cdot \ln(\text{住宅価格})$$

( $\Delta$ 2.058) (68.490) (1.986) (3.541) (8.399)  
推計期間：1995Q1～2010Q1 R<sup>2</sup>=0.99 ( )内はt値。  
個人消費、可処分所得は実質値、可処分所得については4期移動平均を用いて推計。

(図表10) 家計部門負債の推移



(資料) 米FRB

用情勢に遅行する家計の賃金は増勢鈍化が続いている(図表11)。年明け以降、雇用者数は増加に転じたものの、今後毎月20万人増のペースが続いても、失業率の明確な低下は見込めない。さらに毎月30万人増のペースが続いたとしても、失業率が8%台に低下するのは2011年半ば以降

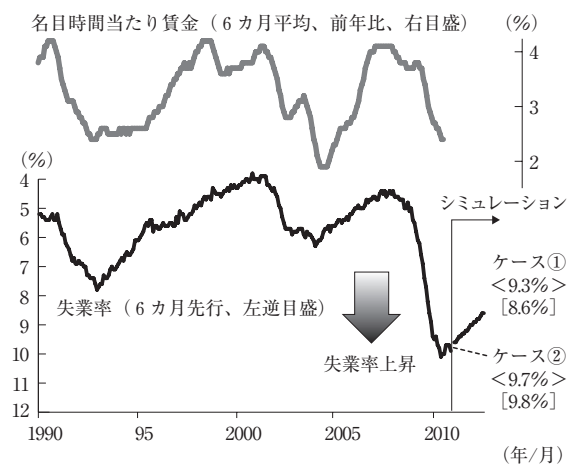
と試算され、同時期にかけて、賃金への下押し圧力が根強く残る見通しである。

### (3) 商業用不動産・住宅市場の低迷持続

所得環境の低迷だけでなく、不動産市場の低迷も、民間需要の回復を阻害し、むしろ足かせ



(図表11) 時間当たり賃金と失業率の推移



(資料) アメリカ労働省

【シミュレーションの前提】生産年齢人口：2009年の平均ペースで増加。  
労働力率：2011年末にかけてリーマン・ショック前の水準（66%）まで上昇。

就業者数：ケース①毎月30万人増加、ケース②毎月20万人増加。

(注) 〈 〉、[ ]内はそれぞれ2010年末、2011年末の失業率。

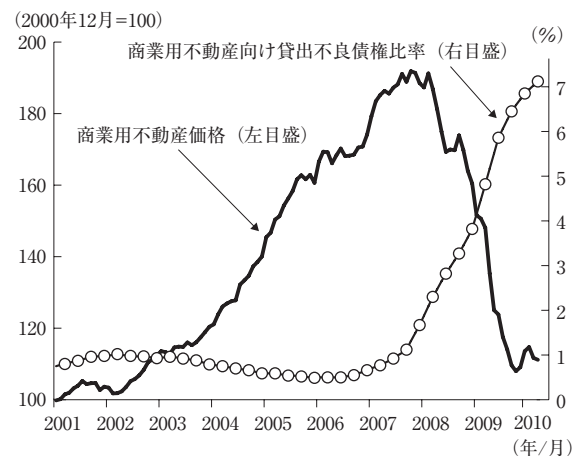
となり続ける可能性が高い。

商業用不動産価格は、オフィス需要の低迷が続くなか、ペースは鈍化しつつも、下落基調が続いている。一方、金融機関の商業用不動産向け貸出に占める不良債権比率は、上昇が続いている（図表12）。

こうした状況下、商業用不動産向け貸出の割合が大きい中小金融機関にとっては、厳しい経営環境が続いている。金融機関の2010年1～3月期の純利益をみると、資産規模100億ドル以上の括りでは、すでに2008年1～3月期の水準まで回復しているのに対し、同100億ドル未満では同期の半分以下の水準にとどまっている。貸出残高をみても、資産規模100億ドル以上の金融機関では増加に転じる一方、100億ドル未満では減少に歯止めがかかっていない（図表13）。中小金融機関の経営悪化は、相互依存関係が強い中小企業や地方経済を一段と疲弊させる恐れが強い。

住宅市場においても、住宅価格が2009年春から小幅上昇に転じたものの、同年10月以降再び

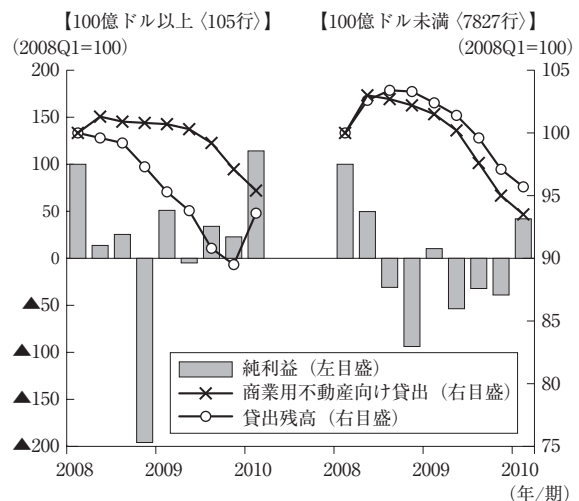
(図表12) 商業用不動産価格と不良債権比率の推移



(資料) 米FDIC、MIT Center for Real Estate

(注) 不良債権比率は四半期値。

(図表13) 資産規模別金融機関の純利益と貸出残高の推移



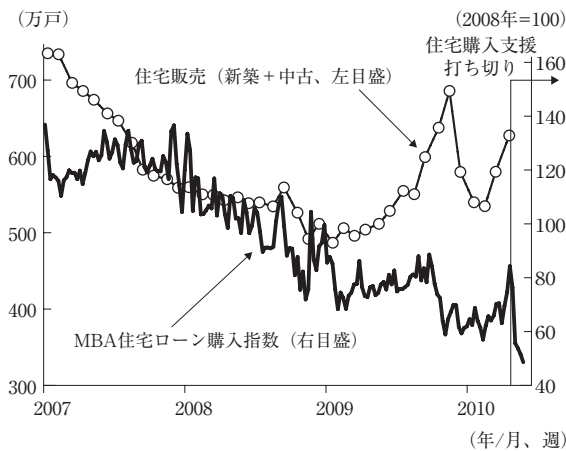
(資料) 米FDIC

(注) 〈 〉内は2010年Q1における金融機関数。

弱含むなど、底打ちが確認できない状況にある。需要面をみると、年明け以降住宅販売が好調に推移したものの、連邦政府による住宅購入支援策打ち切り（4月末）に伴う駆け込み需要の側面が強く、今後反動減が生じる恐れが強い。実際、5月入り以降、新規購入を目的とした住宅ローンの申請件数は大きく減少している（図表14）。

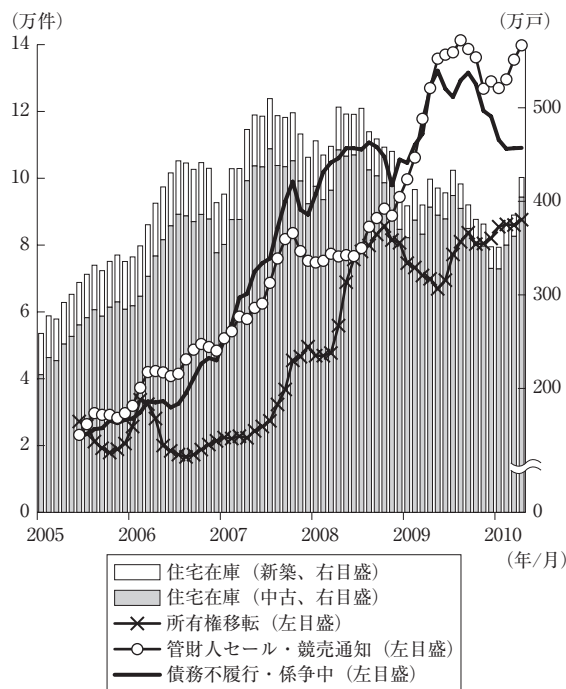
こうしたなか、中古住宅在庫が急増しており、

(図表14) 住宅販売と住宅ローン購入指数の推移



(資料) アメリカ抵当銀行協会、商務省、全米不動産業者協会  
 (注1) MBA住宅ローン購入指数は、住宅の新規購入を目的とした住宅ローンの申請件数を指数化したもの。  
 (注2) 住宅販売は月次データ。

(図表15) 住宅在庫と差し押さえの推移



(資料) アメリカ商務省、全米不動産業者協会、RealtyTrac  
 (注) 住宅差し押さえの各系列は3ヵ月移動平均。

需給改善は当面見込み難い状況にある。この背景には、近年主たる供給増加要因となっている住宅の差し押さえが引き続き高水準で推移していることがある。差し押さえの内訳をみると、差し押さえ物件の処分売り（所有権移転）が増

加傾向にあるだけでなく、その前段階となる管財人セール・競売通知も年明け以降再び増加している。今後、金融機関による差し押さえ物件の処分売りが加速すれば、住宅価格への下押し圧力が強まる可能性が高い（図表15）。

### 3. 2010～2011年のアメリカ経済見通し

一本格回復には至らず、今後景気対策効果の減衰により景気は減速へ。

以上の分析を踏まえたうえで、2010～2011年のアメリカ経済を展望すると、以下の要因が重石となることで、本格回復には至らない見通しである。

第1に、所得環境の低迷持続である。失業率が歴史的な水準で高止まりするなか、賃金の増勢加速は当面期待できない。

第2に、家計のバランスシート調整の持続である。債務返済圧力が根強いなか、大幅な株価上昇などの追い風がないと、消費性向の一段の上昇は期待できない状況にある。

第3に、商業用不動産をはじめとする構築物投資の低迷である。商業用不動産は、空室率の上昇など需給バランスが失調しており、当面新規投資は期待できない状況にある。住宅市場においても、差し押さえが高水準で推移し供給過剰にあるなか、住宅投資は低水準で推移する可能性が高い。

こうした状況下、2010年央から後半にかけて政策効果の反動が徐々に顕在化してくるとみられ、成長率は鈍化する公算が大きい。今後策定されるとみられる追加景気対策についても、2009年2月より実施されている現対策と比べ規模は小さく、景気押し上げ効果は限られる見込みである。

この結果、2010年のアメリカの実質GDPは、通年では前年比+2.6%と2006年以来（+2.7%）



(図表16) アメリカ経済成長率・物価見通し

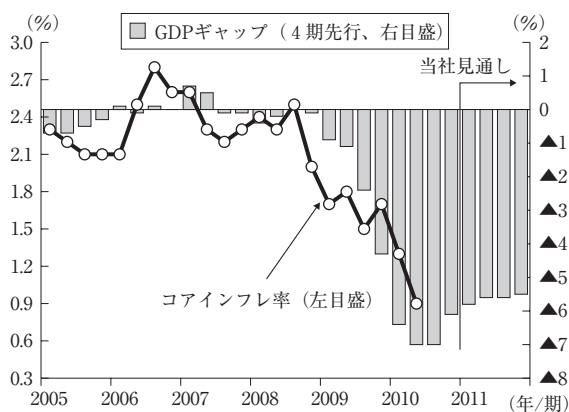
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

|            | 2010年 |      |      |       | 2011年 |      |     |       | 2009年<br>(実績) | 2010年<br>(予測) | 2011年<br>(予測) |
|------------|-------|------|------|-------|-------|------|-----|-------|---------------|---------------|---------------|
|            | 1～3   | 4～6  | 7～9  | 10～12 | 1～3   | 4～6  | 7～9 | 10～12 |               |               |               |
| 実質GDP      | 3.0   | 2.0  | 1.0  | 1.5   | 1.8   | 1.9  | 2.1 | 2.3   | ▲2.4          | 2.6           | 1.7           |
| 個人消費       | 3.5   | 2.1  | 1.0  | 1.7   | 1.9   | 1.8  | 1.9 | 2.0   | ▲0.6          | 2.1           | 1.8           |
| 住宅投資       | ▲10.7 | ▲4.5 | ▲1.8 | 1.7   | 1.9   | 2.2  | 2.8 | 3.1   | ▲20.5         | ▲2.6          | 1.2           |
| 設備投資       | 3.1   | 4.2  | 2.3  | 2.7   | 2.9   | 2.8  | 3.4 | 3.9   | ▲17.8         | 1.6           | 3.0           |
| 在庫投資       | 1.7   | 0.2  | 0.1  | 0.0   | 0.0   | ▲0.0 | 0.0 | 0.1   | ▲0.7          | 1.2           | 0.0           |
| 政府支出       | ▲1.9  | 0.2  | ▲0.6 | ▲0.8  | 0.4   | 0.9  | 0.5 | 0.2   | 1.8           | ▲0.1          | 0.1           |
| 純輸出        | ▲0.7  | ▲0.0 | 0.0  | 0.1   | 0.0   | 0.1  | 0.1 | 0.2   | 1.1           | ▲0.1          | 0.1           |
| 輸出         | 7.2   | 5.4  | 5.0  | 4.9   | 5.2   | 5.6  | 6.1 | 6.4   | ▲9.6          | 9.7           | 5.4           |
| 輸入         | 10.4  | 4.7  | 3.8  | 3.6   | 4.0   | 4.1  | 4.1 | 4.2   | ▲13.9         | 8.5           | 3.9           |
| 実質最終需要     | 1.4   | 1.8  | 0.8  | 1.4   | 1.8   | 1.9  | 2.0 | 2.1   | ▲1.7          | 1.4           | 1.7           |
| 消費者物価      | 2.4   | 1.8  | 1.3  | 1.1   | 1.1   | 1.3  | 1.3 | 1.5   | ▲0.4          | 1.6           | 1.3           |
| 除く食料・エネルギー | 1.3   | 1.0  | 1.1  | 1.0   | 1.0   | 1.1  | 1.1 | 1.2   | 1.7           | 1.1           | 1.1           |
| 予測         |       |      |      |       |       |      |     |       |               |               |               |

(資料) アメリカ商務省、労働省

(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17) コアインフレ率とGDPギャップ



(資料) アメリカ労働省、議会予算局

(注1) 潜在成長率は議会予算局算出。

(注2) 2010年4～6月期のインフレ率は4月値。

の成長率を回復すると見込まれるものの、2011年は前年比+1.7%と、鈍化する見通しである(図表16)。

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、賃金・物価への下押し圧力が持続するとみられ、コアベースのインフレ率は前年比1%程度で推移する見通しである(図表17)。

#### 4. リスク要因

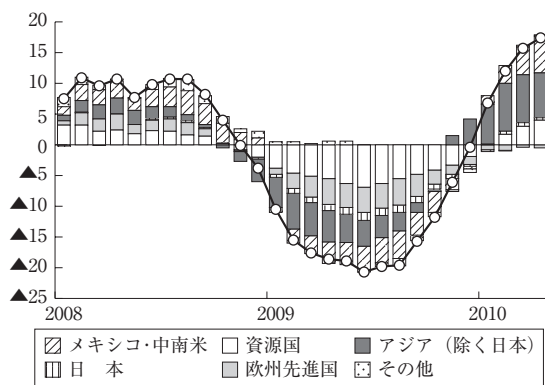
以上のように、アメリカ景気は、本格回復に

至らないまま、本年半以降は景気対策効果の減衰を受け、減速色が強まるというのが、2011年にかけてのメインシナリオである。

こうしたシナリオに対する主たる攪乱要因は、足許で金融資本市場の混乱を招いている欧州の債務問題の行方である。そこで最後に、欧州の債務問題がアメリカ経済に与える影響について、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。

まず、欧州景気の減速がアメリカ経済に与える影響は、最近の輸出を牽引しているのがアジア・中南米向けであることから、貿易面に限れば大きなマイナス影響は生じない見通しである(図表18)。リスクは、金融資本市場を通じて混乱がアメリカをはじめとする世界全体に伝播する展開である。

ギリシャの債務問題は、対応を誤れば、同様の経済・財政構造を抱えるその他南欧諸国に波及する。その結果、ユーロ圏内の景気格差が一段と拡大するのみならず、ドイツやフランスの金融機関が南欧諸国向けに多額の与信を抱えているため、広範な金融システム不安が再燃しかねない。財政赤字国の景気悪化に対して有効

(図表18) アメリカ実質輸出前年比地域別寄与度  
(3カ月移動平均)

(資料) アメリカ商務省

(注1) 輸物価で実質化。

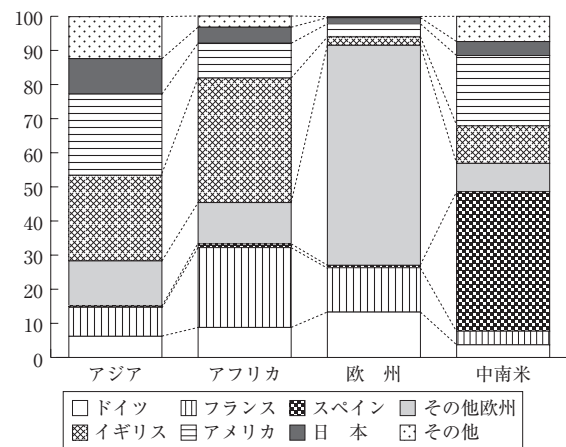
(注2) 資源国は、カナダ、オーストラリア、ロシア、OPEC

な対応が講じられないのであれば、共通通貨ユーロも現行体制の維持が困難になる。

しかしながら、欧州各国は、2度にわたる戦争への反省から、紆余曲折を経ながらも経済・通貨統合に向けて歩を進めてきた。こうした歴史的な経緯に加え、ユーロ解体に伴う経済・政治的なダメージの大きさなどを勘案すれば、メインシナリオとしては、少なからぬ犠牲や摩擦があろうとも、各国が最終的には危機封じ込めで足並みを揃え、現行体制は維持されると想定するのが妥当であろう。

一方、欧州各国の足並みの乱れや中央銀行の頑なな姿勢などにより、信用不安の封じ込めに失敗し、欧州で金融システム危機が深刻化する可能性も否定できない。サブシナリオとして、そうしたケースも想定する必要がある。その場合、アメリカでも、株安などを通じて個人消費が大きく下振れするのは避けられない。加えて、最近の景気を牽引している新興国向け輸出にも変調が生じる可能性がある。すなわち、欧州金融機関は、アジアを除く新興地域、とりわけ中東欧や中南米に巨額のエクスポージャーを有している(図表19)。欧州での金融システム不安により、これら地域で資金制約が強まる恐

(図表19) 新興地域における対外借入国別比率(2009年末)



(資料) BIS

れがあるほか、EUを最大の輸出先とする中国でも、成長ベースが鈍化するとみられる。

なお、欧州の債務問題が長期化する一方で信用不安は封じ込められる、という展開となる場合は、アメリカ経済にとって思わぬ福音となる可能性もある。今回の欧州債務問題をきっかけに、第2の基軸通貨とも言われたユーロの構造的な問題点が露呈した。これを受け、今春以降米国債を中心にドルへの資金回帰が進行し、アメリカ10年国債利回りは3%台前半に低下している。大幅な財政赤字を抱えるなか、10年国債利回りの低下は一時的かつ低下余地も限られるとみられるが、ユーロ圏の蹉跌によるアメリカ経済に対する相対的な投資評価の向上、それに伴う一段の金利低下により、住宅や耐久財を中心にアメリカ個人消費がメインシナリオ以上に堅調に推移する展開は、可能性は低いながらも排除すべきではないだろう。

主任研究員 牧田 健

(2010. 6. 18)