

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) 金融危機の鎮静化
- (2) 最悪期からは脱却した実体経済

2. 景気の本格回復を阻む要因

- (1) 個人消費の低迷長期化
- (2) 本格化する設備投資調整
- (3) 限定的な景気対策効果

3. 2009～2010年のアメリカ経済見通し

4. リスク要因

1. 景気の現状

—金融市場の混乱は鎮静化、景況感も持ち直し、最悪期は脱却へ

(1) 金融危機の鎮静化

昨年秋のリーマン・ショックを契機に金融市場は機能不全に陥ったが、その後の、金融当局による積極的な流動性供給をはじめとした果敢な対応により、市場の混乱は徐々に鎮静化している。すなわち、米FRBは、昨年12月に政策金利を実質ゼロ（0～0.25%）まで引き下げた後も、ターム物資産担保証券ローンファシリティー（TALF）を拡充し、企業向け・消費者向けローンの円滑化を促した。また、本年3月のFOMCでは、①MBS（住宅ローン担保証券）買い取り枠を7,500億ドル追加し、年内最大1兆2,500億ドルに拡大、②政府機関債購入枠を1,000億ドル追加し、最大2,000億ドルに拡大、③長期国債を向こう6カ月で最大3,000億ドル

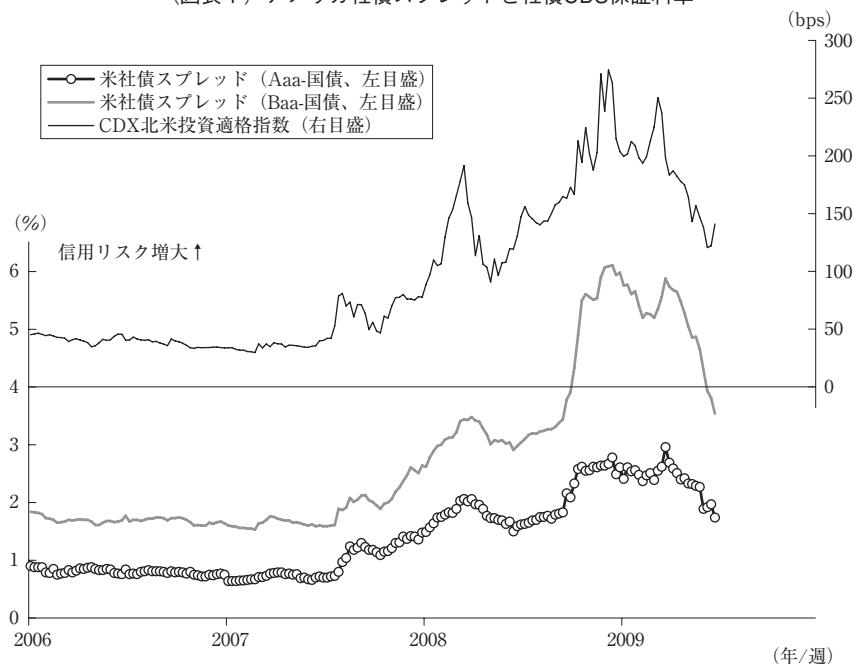
買い入れ、などの信用緩和強化を決定した。

また、金融監督面では、米銀大手19行に対しストレス・テストを実施した。同テストについては、①景気シナリオの前提が甘い、②資本不足額の算出根拠があいまい、など幾つか問題が指摘されてはいるものの、市場の疑念を金融システム全体から個別金融機関の問題に移し替えることで、とりあえず不安心理を鎮静化させることに成功した。

財務省も、一部の大手金融機関に対し、追加で公的資金を投入し、実質的な公的管理下に置いた。また、民間ファンドを活用した不良債権買い取りプログラムを発表し、不良債権の切り離しにも着手した。

こうした金融当局による施策の積み重ねを受けて、内外投資家の極端なリスク回避姿勢も徐々に緩んできており、社債のCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）保証料率は、年央にか

（図表1）アメリカ社債スプレッドと社債CDS保証料率

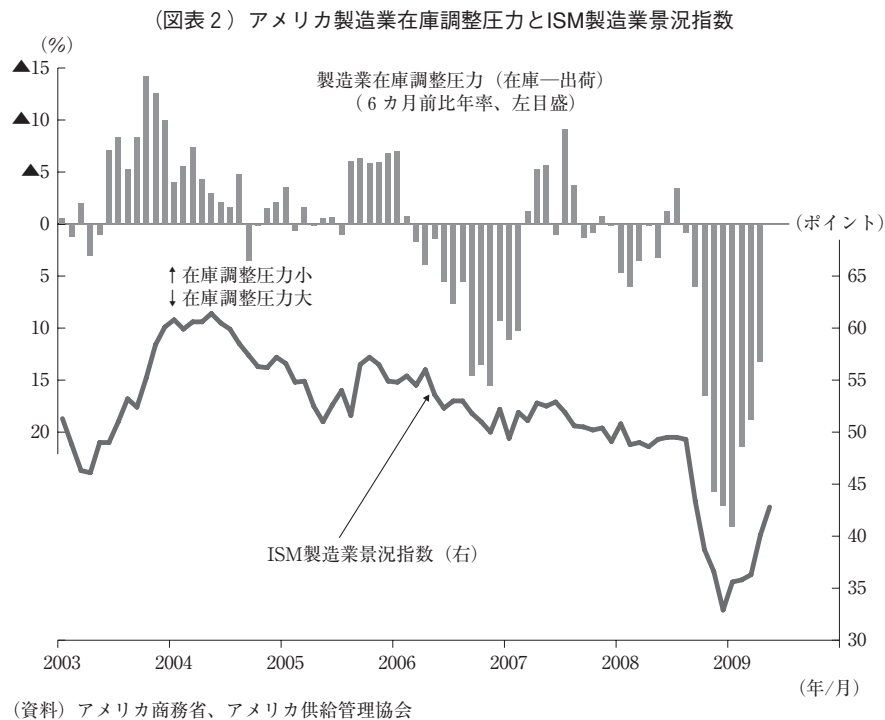


（資料）Bloomberg L. P.

（注1）直近は6/19。1bp=0.01%。

（注2）CDS<クレジット・デフォルト・スワップ>…社債保有者が債務不履行リスクを引き受ける投資家に保証料を支払う取引。

（注3）「CDX北米投資適格指数」は北米の投資適格企業125社が発行した5年社債のCDS保証料を集計。



けておおむねリーマン・ショック前の水準まで低下したほか、社債スプレッドも、投資適格級において軒並み縮小傾向を辿っている(図表1)。

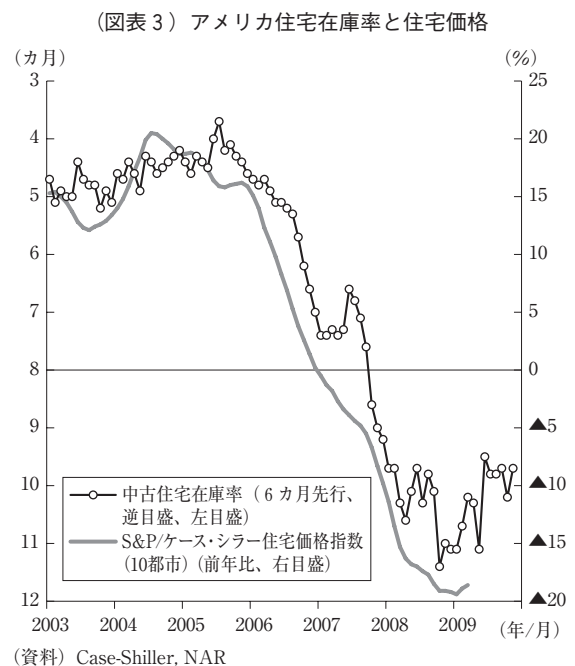
(2) 最悪期からは脱却した実体経済

実体経済面でも、昨年秋から今年初にかけて、未曾有のペースで景気が悪化したが、オバマ新大統領のもと、総額7,870億ドルに上る大規模な景気対策が打ち出されたこともあり、春以降は景気悪化ペースの鈍化を示す指標も散見され始めた。

具体的には、まず、在庫調整が進捗した結果、生産減少ペースは昨年末にかけての年率▲20%超から同▲10%前後まで鈍化している。その結果ISM製造業景況指数も、昨年12月を底に持ち直しに転じている(図表2)。

住宅関連でも、政府による住宅差し押さえ予防等の支援策もあり、在庫率の一方向的な上昇に歯止めが掛かっている。中古住宅市場の需給を

示す在庫率は、昨年11月をピークに小幅ながらも低下に転じている。その結果、S&P/ケース・シラー住宅価格も、春以降は下落ペースが鈍化する兆しが見受けられる(図表3)。



雇用関連でも、今春にかけて65万件を超える水準まで増加していた失業保険申請件数が、60万件前後へと増勢が鈍化している。また、非農業部門雇用者数も、年初には前月差▲70万人超まで雇用減少ペースが加速したが、5月には同▲30万人台と、減少ペースが大きく鈍化している。

以上の状況を踏まえると、アメリカ経済は、「金融市場の機能不全」と「実体経済の悪化」が相乗的に進む最悪期からは脱却したといえる。

2. 景気の本格回復を阻む要因

では、金融面や景気面にみられる明るい兆しが、持続的な景気回復につながっていくのであろうか。

本号冒頭の「I. 全体見通し」で指摘した通り、金融面においては、金融機関の損失計上や、公的資金注入等による資本増強は、いずれもある程度進捗しているものの、抜本的な問題解決には程遠い状況にある。不良資産処理に目処がつき、金融システムが正常化するまでは、金融機関では自己資本拡充が、企業・個人では借金返済が優先される。そのため、前向きの景気拡大メカニズムが作動し難く、中期的な景気抑制要因として作用し続けるとみられる。

そうした状況を踏まえ、以下では2009～2010年のアメリカ経済を見通すにあたり、実体経済が抱える問題の分析を通じて、「個人消費の行方」、「設備投資の行方」、「オバマ政権による景気対策の効果」の3点について検討する。

(1) 個人消費の低迷長期化

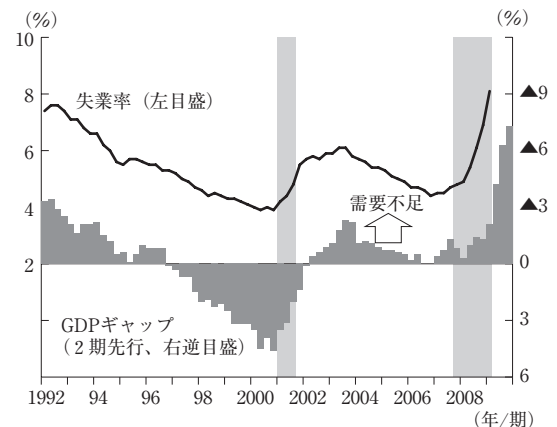
(イ) 悪化する所得雇用環境

非農業部門の雇用者数減少ペースは、年初に比べれば鈍化しつつある。しかしながら、前月差▲30万人超と、依然として過去2回の景気後

退期のピークを上回る減少ペースである。この結果、失業率は5月時点で9%台とすでに83年以来の水準まで上昇している。

議会予算局（CBO）が公表する潜在GDPを基に算出したGDPギャップは、2009年1～3月期時点で、80年代初頭以来となる▲6%超の水準まで需要不足幅が拡大している。失業率は2四半期前のGDPギャップに影響を受け、GDPギャップが1%ポイント拡大する毎に0.8%ポイント程度上昇するという関係が認められる。これを踏まえると、失業率は年末にかけて、少なくとも11%近傍まで上昇していくことが避けられない見通しである（図表4）。その後も、潜在成長率を超える成長が実現されない限り、失業率の低下は見込み難く、歴史的な高水準での高止まりが続く可能性が高い。

（図表4）失業率とGDPギャップの推移

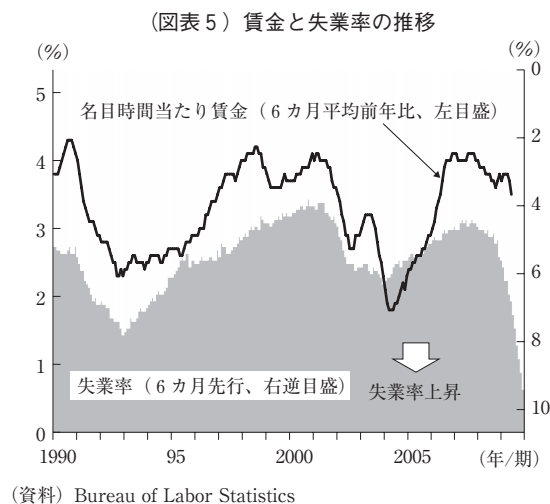


（資料）Congressional Budget Office, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics

（注）シャドー部は景気後退期。

一方、雇用の悪化は賃金にも悪影響を与える。一人当たり平均時給は年初まで前年比4%前後の伸びが続いていたが、5月には同3%まで伸びが鈍化している。失業率と平均時給の関係をみると、失業率の上昇に6カ月程度遅れて賃金の騰勢が鈍化している。両者の関係を踏まえる

と、年末にかけて失業率の大幅上昇が見込まれるなか、平均時給は2010年半ばにかけて増勢鈍化が続く可能性が高い（図表5）。



この結果、2009年1～3月期にかけて2四半期連続で前期比減少となった雇用者報酬は、今後も減少基調が続く見込みであり、消費下押しに作用し続けるとみられる。

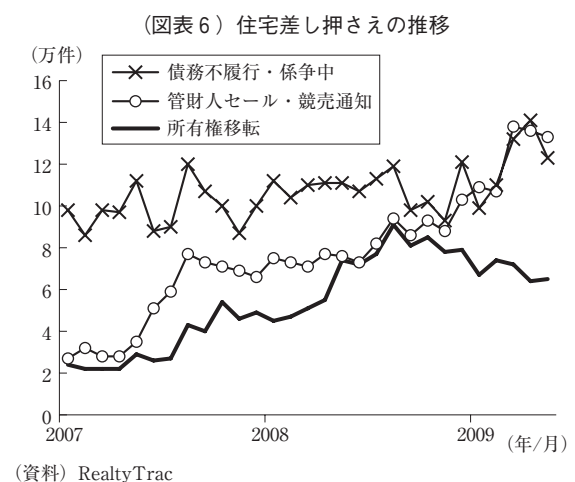
（ロ）途半ばにある住宅価格調整

消費を抑制するのは、所得雇用環境の悪化にとどまらない。家計のバランスシート調整も長期にわたって消費を下押しする見通しである。

昨年来、アメリカ景気の主要な下押し要因となってきた住宅価格は、ようやく前年比で下落ペースが鈍化し始めている。これは、政府による住宅支援策により、昨年秋以降、金融機関による差押物件の処分売り（所有権移転）の増勢が一服していることが主因である。すなわち、差押物件の処分売りが中古住宅市場の需給悪化を通じて価格下落を招来するという昨年秋までの動きにはとらずに歯止めがかかっている。

もっとも、処分売りの前段階である管財人による売却通知・競売通知はむしろ月を追って増

加している（図表6）。先行きを展望しても、失業率の大幅悪化によりプライム層でも住宅ローンの延滞・差し押さえが急増していることから、競売の一段の増加は避けられない。金融機関が差押物件を大量に抱え込むなか、早晚同物件の処分売り増加が見込まれ、住宅価格下押し圧力は再び強まる見通しである。

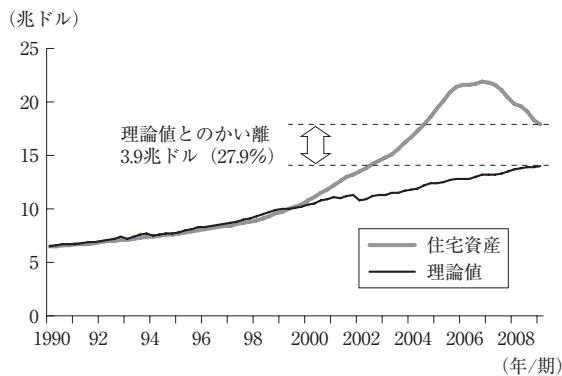


こうした状況下、家計のバランスシートをみると、住宅バブルで大きく膨らんだ住宅資産の調整は、なお途半ばの状況にある。すなわち、家計所得、物価および長期金利を基に住宅価格を、さらに世帯数や持家比率などを踏まえて、家計住宅資産の理論値を試算すると、2009年1～3月期の家計住宅資産は、理論値と比べ依然3.9兆ドル、率にして27.9%過大であるとの結果が得られる（図表7）。

これまでの家計住宅資産減少ペースが続くと仮定すれば、理論値に収斂するのは2010年初となり、その逆資産効果により、実質個人消費は約1,090億ドル、1.3%ポイント押し下げられることになる。このため、当面は個人消費の下振れ懸念が払拭できない状況といえる。

また、仮に住宅資産が理論値に収斂したとし

(図表7) 家計住宅資産の推移



(資料) FRB、Federal Housing Finance Agency、Bureau of the Censusなどを基に日本総合研究所作成

(注1) 住宅の適正価格は、 $\ln(\text{住宅価格}) = \alpha + \beta \ln(\text{雇用者報酬}) + \gamma \ln(\text{CPI住居費}/10\text{年金利})$ を推計式 ($R^2 = 0.986$)、推計期間を80Q1～03Q4 (2004年以降バブルが生じたとの想定) として算出。

(注2) 1で求めた住宅適正価格に、世帯数、住宅持ち家率などを勘案して住宅資産の理論値を算出。

(注3) $\text{かい離率} = (\text{実績値} - \text{理論値}) / \text{理論値} \times 100$ 。

でも、負債サイド、すなわち家計の過剰債務の問題が解決するわけではない。家計の債務残高対可処分所得比率は、2007年10～12月期をピークに低下に転じているものの、依然120%超と歴史的な高水準にある。債務圧縮が引き続き家計の大きな課題であるなか、消費性向の低下を通じて、個人消費は低迷が長期化する可能性が高

い。

(2) 本格化する設備投資調整

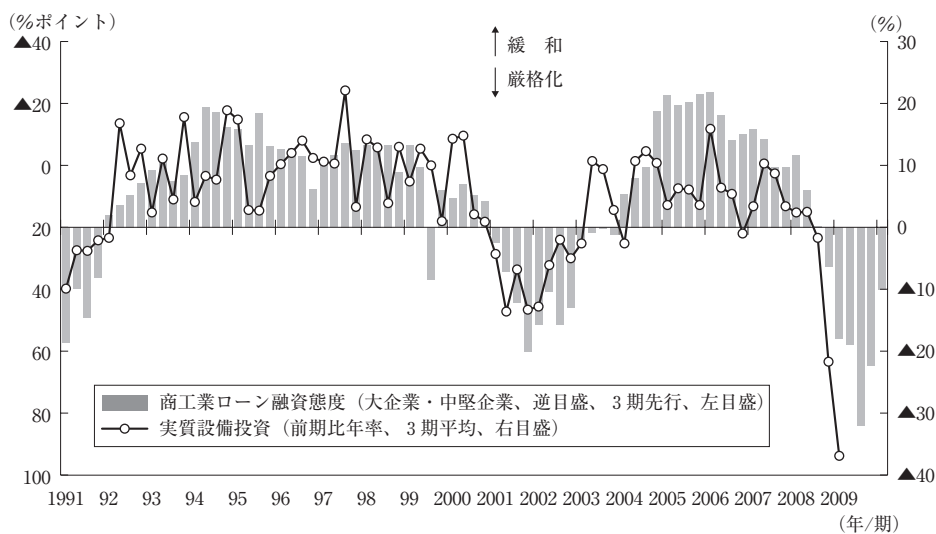
一方、企業部門では、金融面および実需面、資本ストックの観点から、投資の抑制を余儀なくされる可能性が高い。

まず金融面をみると、金融機関の貸出態度厳格化が引き続き設備投資を抑制している。金融機関貸出態度DI (大企業・中堅企業向け商工ローン、厳格化—緩和) は、一段と厳格化する金融機関数こそ減少したものの、依然として「厳格化」が「緩和」を上回る状況が続いている。

過去の同DIと実質設備投資の関係をみると、同DI+20%ポイントが設備投資増減の分岐点となっており、また、同DIが実質設備投資 (前期比年率) に対して3四半期程度の先行性を有している。両者の関係を踏まえると、貸出態度DIが+20%ポイントを大幅に上回る水準にある状況下、少なくとも2010年春までは設備投資の増加が期待薄といえる (図表8)。

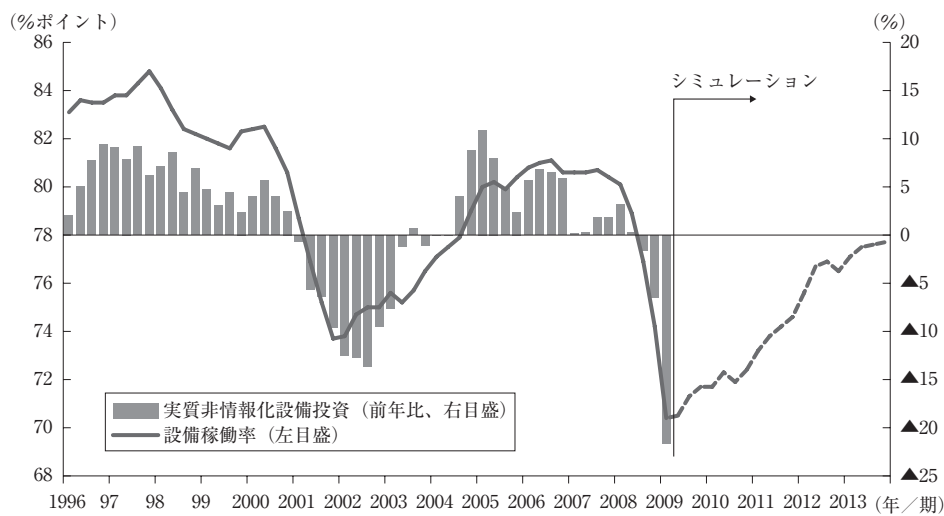
実需面からみても、設備投資の回復は期待で

(図表8) 商工業ローン融資基準と実質設備投資



(資料) アメリカ商務省、FRB

(図表9) アメリカ設備稼働率と実質設備投資 (非情報化)



(資料) アメリカ商務省、FRB

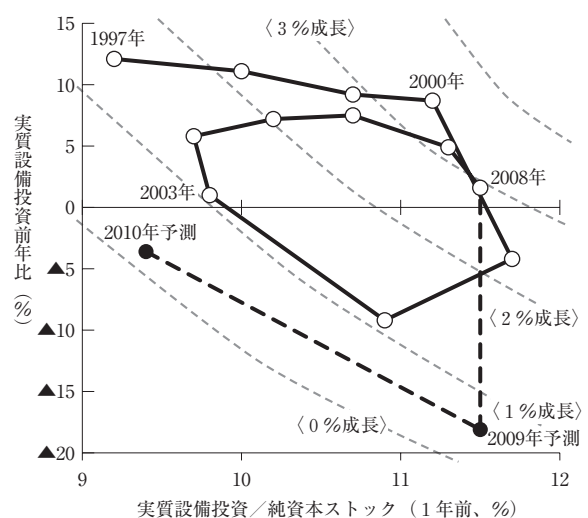
(注) 設備稼働率のシミュレーションは、前回の景気回復パターン。

きない。年初にかけての大幅な需要減退により、設備稼働率は1967年の統計開始以来最低水準まで低下している。在庫調整が一巡し始めるなか、生産には一部で下げ止まりの兆しがみられるとはいえ、生産能力は著しい過剰状態に陥っている。

今後前回の景気回復期のパターンに沿って設備稼働率が上昇したとしても、設備投資を誘発する70%ポイント台後半に達するのは、2013年以降と試算される(図表9)。オバマ大統領が「グリーン・ニューディール」を掲げるなか、環境関連などで投資が増加する可能性はあるものの、非情報化関連の能力増強投資に関しては、持続的な増加が到底期待できない状況といえる。

設備ストック面をみても、アメリカの設備投資は中期的な調整局面に入ったことが示唆される。アメリカの設備ストック循環をみると、2005～2008年にかけては2～3%の期待成長率を前提に設備投資が行われていたことが確認される。しかし、過剰消費の是正が本格化するなか、今後、企業の期待成長率の大幅な下方修正は避けられないとみられる。期待成長率の低下

(図表10) アメリカ設備ストック循環と期待成長率



(資料) アメリカ商務省をもとに日本総合研究所作成

(注1) 期待成長率ラインは、資本係数変化率▲0.3% (10年平均)、除去率9.2% (直近3年平均)として算出。

(注2) 2009、2010年値は日本総合研究所予測。

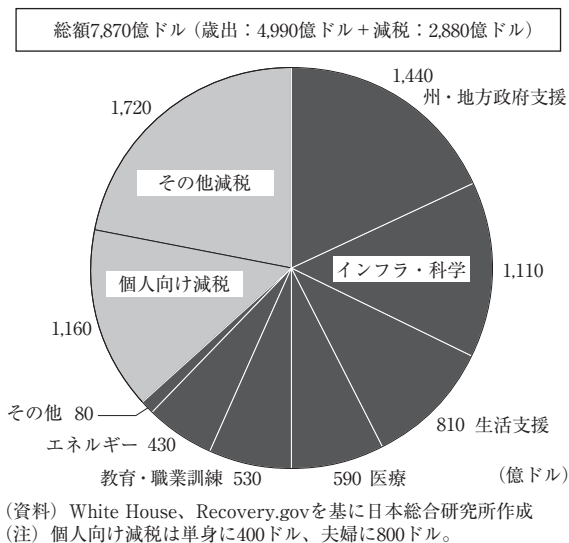
により、ストック調整圧力は一段と強まることとなり、2009～2010年にわたって大幅な設備投資の減少が生じることとなろう(図表10)。

(3) 限定的な景気対策効果

オバマ大統領は、景気下支えに向け、2月に総額7,870億ドルに上る大規模な景気対策を発

表した（図表11）。対策は、法案成立後の3月から順次実施に移されており、6月第1週までに1,410億ドルと、全体の2割の投入が決定され、うち464億ドルがすでに支出された。

（図表11）景気対策法の概要



しかし、本対策の景気浮揚効果について、過大評価は禁物である。政府は、同対策による2010年にかけての実質GDP押し上げ効果は、+3.7%ポイントに及ぶとしている。しかしながら、以下の要因を踏まえると、押し上げ効果

（図表12）景気対策の押し上げ効果（2008年比）

	（%ポイント）	
	2009年	2010年
実質GDP	+0.5	+1.0
（政府支出）	+1.7	+3.9
（個人消費）	+0.2	+0.4
失業率改善	0.2	0.4

（資料）Bureau of the Census、Bureau of Labor Statistics、Recovery.gov、JOINT COMMITTEE ON TAXATIONなどを基に日本総合研究所作成

（注1）政府支出の効果はインフラ投資（809億ドル）を加味。インフラ投資額は政権レポートの減税除く投入予定額ウェイト（2009会計年度：約1,200億ドル、10会計年度：3,500億ドル）を、暦年に単純案分して算出。

（注2）個人消費はJOINT COMMITTEE ON TAXATIONの減税ベースを暦年案分し、3割程度が消費に回ると想定で算出。

は2年間で、政府見込みを大幅に下回る+1.0%ポイント程度にとどまるとみられる（図表12）。

第1に、4月から始まった個人向け減税は、雇用不安が高まり、家計が債務圧縮を余儀なくされているもとでは、その大半が貯蓄や借金返済に回る公算が大きい。

第2に、政府支出のうち、約3分の1が州財政支援に割り当てられている。これらは、新規の需要には直結しない資金の移転である。

第3に、それ以外の政府支出をみても、医療や教育・職業訓練が大半で、直接の需要押し上げはインフラ整備等の1,100億ドルにとどまっている。

なお、全米州議会会議が1月に発表した資料によると、州財政赤字は2009会計年度が474億ドル、2010会計年度が843億ドルと大幅に拡大し、一般会計に占める財政赤字比率も大きく上昇する見通しとなっている。これを補うのが連邦政府による州財政への支援であるが、4月時点の追加調査では多くの州で税収が見通しを下回っており、州財政赤字が当初の見込み通りに収まるかどうか怪しくなっている。このため、連邦政府による上記支援規模では十分でなくなる公算が大きい。

3. 2009～2010年のアメリカ経済見通し

— 大幅な景気悪化からは脱却も、景気停滞が長期化

以上の分析を踏まえたうえで、2009～2010年のアメリカ経済を展望すると、在庫調整が一巡するなか、昨年秋から今春にかけての大幅なマイナス成長からは早晚脱却する見通しである。今後公共事業および減税という景気対策の効果が顕現化することから、2009年後半にはプラス成長に復帰する可能性がある。しかしながら、

(図表13) 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	▲5.7	▲2.0	0.8	0.9	▲0.1	▲0.4	0.1	0.5	1.1	▲2.8	0.1
個人消費	1.6	▲1.3	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	▲1.1	0.1
住宅投資	▲38.7	▲13.5	▲7.8	▲3.4	▲2.4	▲0.5	0.2	1.8	▲20.8	▲21.5	▲3.1
設備投資	▲36.9	▲13.1	▲6.1	▲4.9	▲2.8	▲1.8	▲1.1	▲0.3	1.6	▲18.1	▲3.8
在庫投資	▲2.3	0.1	0.0	▲0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	▲0.2	▲0.5	0.0
政府支出	▲3.5	3.3	6.1	9.8	1.3	▲1.8	▲0.6	1.2	2.9	2.3	2.7
純輸出	2.2	0.5	0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.0	▲0.0	▲0.1	1.4	0.9	▲0.0
輸出	▲28.7	▲5.2	▲4.5	▲4.2	▲3.4	▲0.8	0.8	1.0	6.2	▲13.3	▲2.5
輸入	▲34.1	▲7.7	▲5.0	▲2.4	▲2.2	▲0.5	1.0	1.3	▲3.5	▲15.8	▲2.0
実質最終需要	▲3.7	▲1.6	0.6	1.1	▲0.1	▲0.4	▲0.1	0.4	1.4	▲2.3	0.1
消費者物価	0.0	▲1.5	▲2.4	0.8	1.7	1.4	1.5	1.5	3.8	▲0.8	1.5
除く食料・エネルギー	1.7	1.9	1.4	1.6	1.4	0.9	1.1	1.1	2.3	1.7	1.1

→ 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。

以下の要因を踏まえると、持続的な景気回復に向かう公算は小さく、下振れリスクを抱えた脆弱な景気が続かざるを得ないだろう。

第1に、個人消費の低迷長期化である。所得税減税が実施されるなか、生活必需品さえも需要減退が生じた昨年終盤の状況からは改善が期待される。もっとも、雇用・所得環境の悪化が当面続くことに加えて、家計のバランスシート調整も途半ばにあり、耐久財を中心に消費の大幅な持ち直しは期待できない。

第2に、資金制約の強まりや過剰設備、期待成長の低下により、当面設備投資の回復が展望できない。企業収益の低迷も、設備投資抑制に作用しよう。

第3に、外需の低迷持続が見込まれる。2007年以降、輸出の増加がアメリカ経済の下支え役を担ってきたが、世界経済の低迷や昨年夏以降の大幅なドル高により、当面輸出の持ち直しは期待できない状況にある。

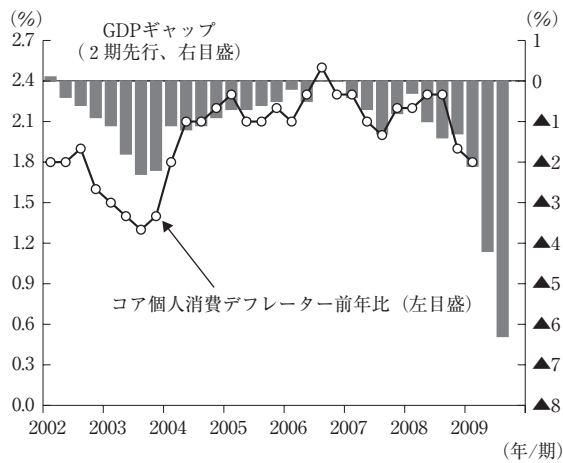
このほか、金融システム不安の残存も、経済活動の資金面での制約となり続けるほか、消費・投資マインドの慎重化等を通じて、景気抑制要因として作用し続けよう。

こうした構図は、少なくとも住宅市場の調整に目処がつき始める2010年央までは続く可能性が高い。逆に、住宅市場の調整が一巡してくれば、①住宅投資の減少寄与が一服すること、②住宅価格下落を通じた「逆資産効果」が減衰し始めること、等から、家計部門を中心に下振れリスクが徐々に低減してくると期待される。

この結果、2009年のアメリカの実質GDPは、通年では前年比▲2.8%と1946年以来の大幅減少となり、2010年も前年比+0.1%と、ほぼ横這いにとどまる見通しである（図表13）。

なお、物価については、昨年夏以降の原油価格急落の影響から、今秋にかけて前年比下落幅が拡大していく見通しである。もっとも、足許では資源価格高やドル安が進行し始めており、2010年に向けては両者が物価押し上げ圧力となってくると予想される。ただし、食料・エネルギーを除くコアベースでみると、潜在成長率を大きく下回る低成長が続くなか、インフレ率は2010年央にかけて1%前後まで鈍化していくと予想される（図表14）。

(図表14) コアインフレ率とGDPギャップ



(資料) アメリカ商務省、議会予算局 (CBO)
(注) 潜在成長率はCBO算出。

4. リスク要因

以上のように、雇用・設備両面でのストック調整圧力が景気下押しに作用し続けるもとで、政府による対策が下支えとなり、景気が底這い推移をたどるとというのが、2009～2010年のメインシナリオである。しかし、景気対策の効果が見込みを下回る、あるいは、新たなマイナス要因が付加される展開となれば、景気底割れのリスクも否定できない。

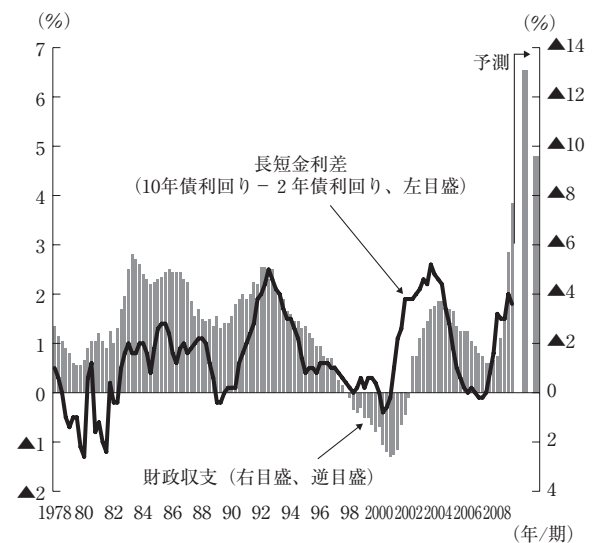
そこで最後に、留意すべきリスクとして、財政赤字拡大の副作用として行き過ぎた長期金利上昇・ドル安が生じるケースについて指摘しておく。

アメリカの財政赤字は、金融安定化・景気テコ入れに向けた財政支出増加、景気低迷による税収減により、2008年秋以降急速に拡大している。議会予算局の試算によれば、2009会計年度(2008年10月～2009年9月)の財政収支は、名目GDP比率で▲13.1%にまで達し、2010会計年度においても、同▲10%前後で高止まりする見通しである。

大幅な経常黒字を抱え、国内資金だけで国債を消化できる日本と異なり、恒常的な貯蓄不足

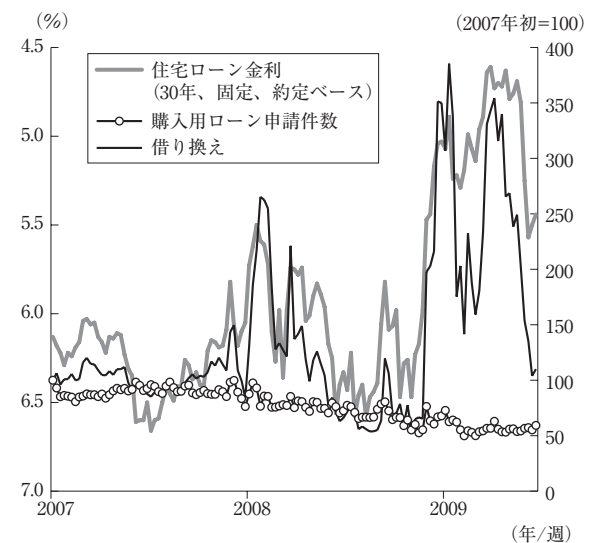
にあるアメリカは、増大する国債発行を消化していくには、海外からの資金流入に頼らざるを得ない。その円滑なファイナンスのためには、経常黒字を抱える日本や中国・産油国などを中心に国際的な協調体制が不可欠となっている。その体制に綻びが生じれば、長期金利上昇・ドル安が大幅に加速するリスクがある(図表15)。

(図表15) アメリカの長短金利差と財政収支



(資料) アメリカ財務省、CBO、FRB
(注) 予測は、議会予算局 (CBO)。

(図表16) 住宅ローン金利と住宅ローン申請件数



(資料) MBA

過度な長期金利上昇が生じれば、住宅ローン金利の上昇を通じて、住宅市場の調整が遅れることは避けられない。また、企業の資金調達コスト上昇など様々な経路で景気回復の阻害要因となってくる（図表16）。

一方、ドル安は、今春以降すでに世界的な景気停滞下での原油価格の上昇を招来している。今後海外中銀による米国債投資への減退などドルに対する信認低下が進めば、原油はじめ資源価格の高騰に一段と拍車がかかる恐れがある（図表17）。

儀なくされ、混迷が一段と深まる展開も起こりえよう。

（2009. 6. 26）



資源価格、とりわけ原油価格が高騰すれば、厳しい所得環境が続くなか、実質購買力の低下を通じて消費のさらなる落ち込みは避けられない。また、ガソリン価格の高騰は、ピックアップトラック等燃費効率に難がある大型車需要を大きく減退させる。自動車大手GM・クライスラーは、政府支援のもと再生を図っているが、主力商品である大型車の需要が大きく減退すれば、再建計画が頓挫する恐れが高まる。そうなれば、雇用の一段の削減や追加の政府支援を余