

アメリカ経済見通し

調査部

目 次

1. 景気の現状
 - (1) 緩やかな回復基調が持続
 - (2) 長期化する金融緩和策

2. アメリカ経済の転換点
 - (1) バランスシート調整の着実な進展
 - (2) 住宅市場の改善明確化

3. 先行きを展望するうえでのポイント
 - (1) 緩慢な労働市場の回復
 - (2) 個人消費の重石
 - (3) 資源大国としてのアメリカ
 - (4) オバマ政権 2 期目の課題

4. 2013～2014年のアメリカ経済見通し

5. リスク要因

要 約

1. アメリカ経済は、総じて緩やかな回復基調を維持しているものの、2012年半ば以降、企業部門と家計部門で対照的な動きがみられる。企業部門では、「財政の崖」への懸念や海外景気の減速などから弱い動きとなっている一方、バランスシート調整の進展や住宅市場の持ち直しを背景に家計部門は底堅く推移している。
2. 2012年入り後のアメリカ経済を振り返ると、リーマン・ショック後の景気低迷の元凶に改善の兆しが見られる。すなわち、家計部門のバランスシート調整が着実に進展しているほか、住宅市場の改善が明確化しており、これまで景気回復の重石となってきた住宅バブル崩壊後の後遺症からの脱却が視野に入りつつある。
3. 先行きも家計部門の持ち直しが続くものの、回復ペースは緩慢にとどまる見通しである。雇用のミスマッチやパートタイム従事者の高止まりなど労働市場で厳しさが残るほか、緊縮財政による家計の負担増や借入れを伴う消費に対する慎重姿勢の強まりなどを背景に、個人消費の回復は力強さを欠くと予想される。

一方、「シェールガス・オイル革命」が、貿易収支の改善や、企業・家計のエネルギーコストの低減に寄与すると期待される。

なお、再選を果たしたオバマ大統領は、抜本的な財政再建策の策定に加え、企業部門と家庭部門のバランスのとれた成長を促す仕組みづくりに取り組む必要がある。
4. 以上を踏まえ、2013～2014年のアメリカ経済を展望すると、2013年初にかけては、企業部門の弱含みや緊縮策の実施などから、一時的に減速感が強まる公算が大きい。財政面の下押しが一巡すれば、住宅を起点とした自律回復メカニズムが作動するもと、成長ペースは緩やかに加速していく見込みである。もっとも、賃金の伸び悩みや、海外景気の下振れによる企業収益の鈍化が足かせとなり、成長ペースは潜在成長率とされる2%台半ばにとどまる見通しである。
5. 上記メインシナリオに対するリスクとしては、欧州債務問題の再燃や新興国景気の減速が想定される。

1. 景気の現状

(1) 緩やかな回復基調が持続

アメリカ経済は、総じて緩やかな回復基調を維持している。もっとも、部門別にみると、2012年半ば以降、企業部門が弱含む一方、家計部門は底堅さを増しており、両部門で対照的な動きとなっている。

企業部門の弱含みは、2013年初の大幅な財政の引き締め（いわゆる「財政の崖」）への懸念や、海外景気の減速による影響が大きい。「財政の崖」の回避に向け、民主・共和両党の歩み寄りが期待されたものの、大統領選を控えて両党の主張が先鋭化するなか、妥協点を探る議論は一向に進展せず、2012年夏場以降、景気の先行き不透明感が急速に高まった。こうした不透明感の高まりは、とりわけ企業の投資姿勢の慎重化を招いており、2012年7～9月期の実質設備投資は6四半期ぶりの前期比マイナスとなったほか、設備投資に先行する資本財受注（除く国防・航空関連）も、2012年半ば以降、大幅な減少が続いている（図表1）。また、欧州の景気悪化や、中国を中心とした新興国景気の減速を受け、輸出の伸びも鈍化傾向にある。

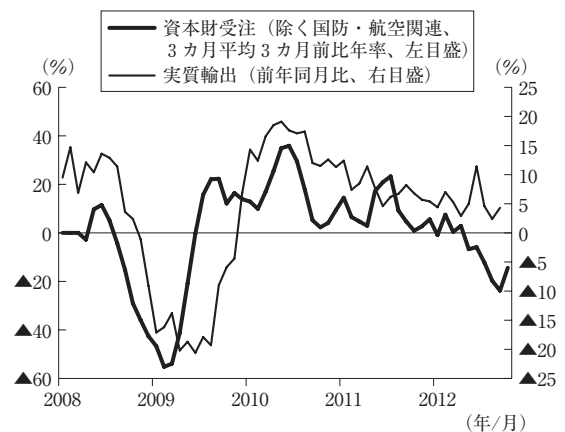
これに対し、バランスシート調整の進展や住宅市場の持ち直しを背景に、家計部門は底堅く推移している。消費者マインドは、欧州債務問題の再燃やそれを受けた株価の下落などから一時弱含む場面もみられたものの、2012年半ば以降は総じて改善傾向にあり、足許ではリーマン・ショック前の水準まで上昇している（図表2）。

リーマン・ショック後のアメリカ経済の回復は、専ら企業部門が牽引役となってきたものの、足許では弱含む傾向にある企業部門に代わり、家計部門が牽引しているといえる。

(2) 長期化する金融緩和策

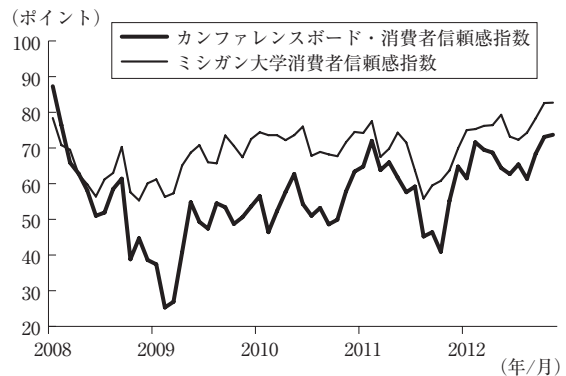
アメリカ景気は緩やかな回復基調にあるものの、労働市場に目を向けると、失業率は8%前後と改善が遅れている。このため、FRBは2012年9月のFOMCで、毎月400億ドルの住宅ローン担保証券（MBS）を買い入れる量的緩和第3弾（QE3）の導入を決定した。QE3では、これまでのQE1やQE2と異なり、買い入れ期限や総額をあらかじめ定めておらず、労働市場に改善がみられるまでMBSの買い入れが継続されることとなっている。ちなみに、FRBが緩和策の見直しに着手する失業率の水準が7%前後と

（図表1）資本財受注と実質輸出



（資料）U.S. Census Bureau, FRB

（図表2）消費者マインド



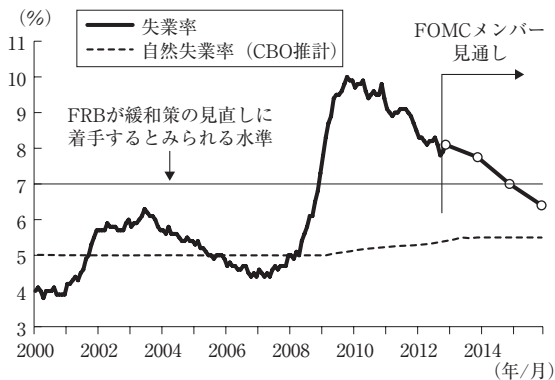
（資料）The Conference Board, University of Michigan

（注）カンファレンスボードは1985年=100、ミシガン大学は1966年=100。いずれも総合指数。

みられるなか、FOMCメンバーの失業率見通しに基づくと、MBSの買い入れは2014年末前後まで続く可能性が高い（図表3）。

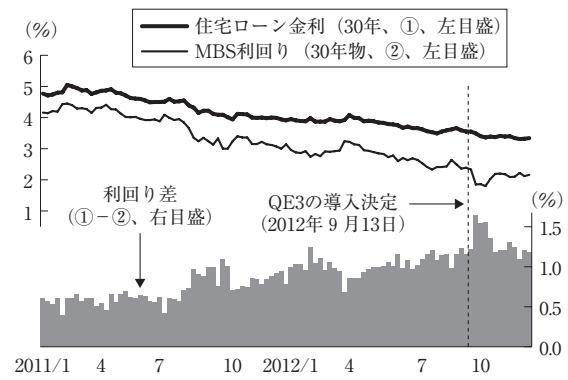
もっとも、QE3による住宅市場に対する直接的な押し上げ効果は限られる見込みである。MBS利回りと住宅ローン金利をみると、2011年半ば以降、両者の金利差は総じて拡大傾向にあり、MBS利回りの低下が住宅ローン金利に波及しづらくなっていることが示唆される（図表4）。加えて、これまでの数次の金融緩和を経て、住宅ローン金利や長期金利はすでに歴史的な低水準にある。住宅購入における金利面の制約は相当程度低減されているとみられ、住宅市場の回復加速には、金融面の下支えだけでなく、所得環境の改善などが不可欠といえる。

（図表3）失業率



（資料） Bureau of Labor Statistics, CBO, FRB
（注） FOMC見通しは、中心レンジの中央値を図示。

（図表4）住宅ローン金利とMBS利回り



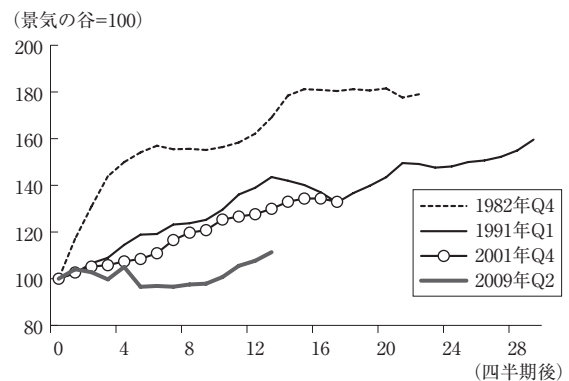
（資料） Freddie, Mac, Bloomberg L.P.

2. アメリカ経済の転換点

過去の景気回復局面を振り返ると、アメリカでは住宅投資や個人消費が回復の起点となってきた。一方、住宅バブルの崩壊を経た今回の回復局面では、家計部門のバランスシートや住宅価格が大幅な調整を余儀なくされたことから、回復局面入り後も住宅投資は底ばいで推移し、景気回復の重石となってきた（図表5）。

もっとも、足許でそうした重石からの脱却が視野に入り始めており、アメリカ経済は持続的な回復に向け、大きな転換点を迎えているといえる。そこで、まず、家計部門のバランスシートおよび住宅市場の調整の進捗度合について点検する。

（図表5）景気回復局面の実質住宅投資の回復スピード



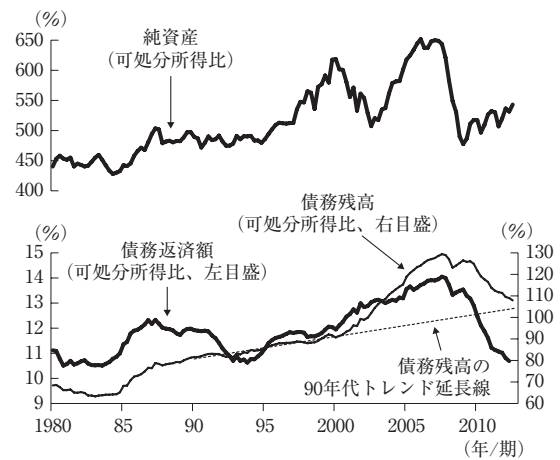
（資料） Bureau of Economic Analysis

(1) バランスシート調整の着実な進展

家計部門のバランスシート調整は着実に進展している。家計の債務残高対可処分所得比は、足許で2003年半ばの水準まで低下している（図表6）。長期的な推移をみると、100%超と依然高水準ながら、

2000年入り後にそれまでのトレンドから大きく上振れた後、足許でそのトレンドに戻りつつあり、過剰債務の圧縮はほぼ終息しつつあるとみられることもできる。さらに、歴史的な低金利のもとでの債務の借り換えの進展などから、家計の債務返済負担対可処分所得比は1990年代のボトム水準まで低下しているほか、株価の上昇や住宅価格の底入れを受け、純資産の対可処分所得比も総じて持ち直しの動きが続いている。

(図表6) 家計の純資産と債務残高、債務返済負担



(資料) FRB, Bureau of Economic Analysis

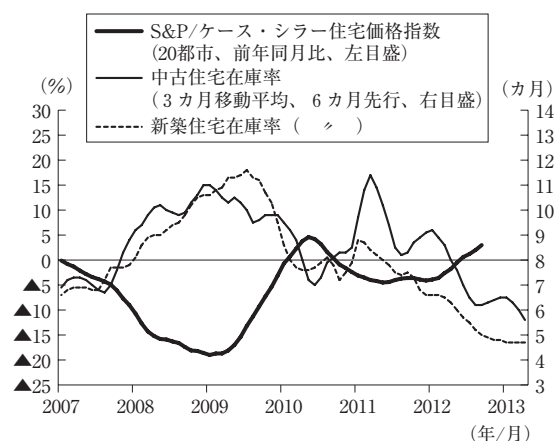
(2) 住宅市場の改善明確化

住宅市場でも2012年入り後、持ち直しの動き

が明確化している。住宅市場では、2010年前半にかけて実施された住宅購入支援策により持ち直した着工件数や住宅価格が、支援策終了後程なく反動減にみまわれたことから、今局面においても持続的な回復に疑念が持たれていた。もっとも、政策的な需要喚起策が乏しいなかでの市場改善の継続を受け、足許でそうした懸念は払拭されつつある。

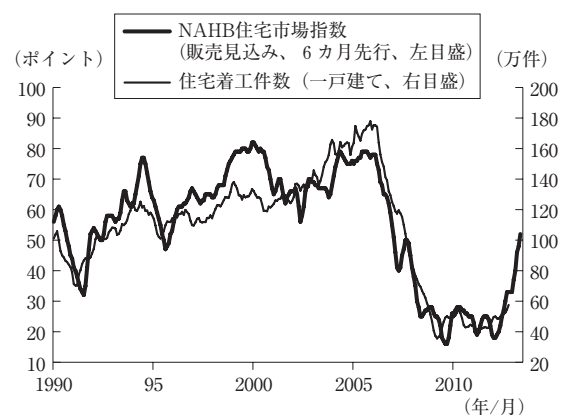
先行きを展望しても、新築・中古住宅ともに在庫率が大幅に低下するなど需給バランスの改善が続くなか、住宅価格は上昇傾向が続く可能性が高い(図表7)。ちなみに、2012年初以降、金融機関の手続きの不備をめぐる問題で処理が滞っていた差し押さえ物件(いわゆる「隠れ在庫」)の市場への大幅な流入が懸念されていたものの、中古住宅在庫の積み上がりなどは現状みられていない。今後も金融機関による「隠れ在庫」の市場への放出が進むとみられるものの、実務上の問題などから放出ペースは緩慢にとどまり、住宅市場へのマイナス影響は限られると予想される。住宅着工についても、着工に対し6カ月程度の先行性がみられる建設業者の住宅販売見込みが5年半ぶりの水準まで上昇しており、堅調な推移が続く見込みである(図表8)。

(図表7) 住宅価格と在庫率



(資料) U.S. Census Bureau, NAR

(図表8) 住宅市場指数と着工件数



(資料) NAHB, U.S. Census Bureau

(注) NAHB住宅市場指数は、建設業者の景況感を示す。

3. 先行きを展望するうえでのポイント

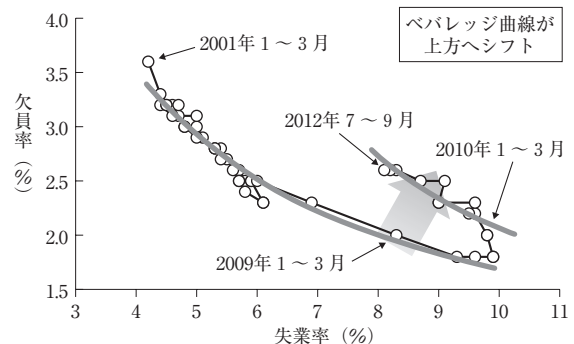
以上のように、アメリカ経済は住宅バブル崩壊後の負の遺産からの脱却に目途が付きつつあるものの、90年代から2000年代半ばにみられたような個人消費を中心とした力強い成長へ、早急に復帰できるわけではない。経済の構造変化や緊縮財政を受け、①労働市場や②個人消費の回復は緩慢にとどまると予想される。一方、個人消費に代わる景気の牽引役も顕在化している。すなわち、原油や天然ガスの国内生産の急増を受けた③エネルギー革命による景気の押し上げである。本章では、これら3点、および、2012年11月の大統領選挙で再選を果たした④オバマ大統領の政策課題について詳しく検討したい。

(1) 緩慢な労働市場の回復

失業率は、2009年後半の10%をピークに低下傾向にあるものの、依然として8%前後で推移しており、改善ペースは極めて緩慢である。これには、景気が力強さを欠いているという循環的な側面があるものの、雇用のミスマッチも無視できない要因となっている。雇用のミスマッチとは、人材が不足している業種・職種と失業者の求める仕事や保有スキルの間に、乖離が生じていることを指す。企業の人手不足の度合いを示す欠員率と失業率の関係（ベバレッジ曲線）をみると、2010年以降、欠員率の上昇に比べ失業率の低下が緩慢になっており（ベバレッジ曲線が上方ヘシフト）、リーマン・ショック後の急激な雇用環境の悪化を契機に、雇用のミスマッチが常態化していることが示唆される（図表9）。失業期間の長期化に伴う失業者のスキルの低下や、住宅の資産価値を上回るローン保有者の転居を伴う求職活動の困難化などが、そうしたミスマッチをもたらしていると考えられる。

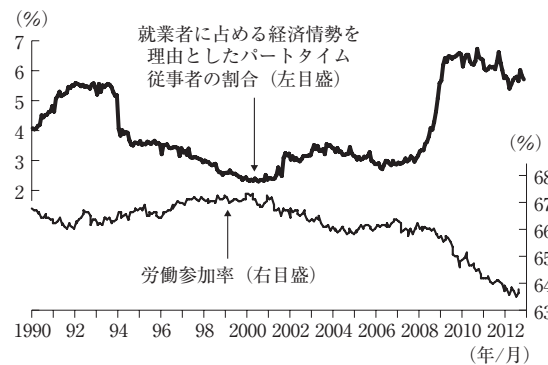
また、以下の2点を踏まえると、実際の雇用環境は足許の失業率の水準が示す以上に厳しいとの見方もできる。第1に、経済情勢を理由としたパートタイム従事者数の高止まりである（図表10）。こうしたフルタイムでの就業を希望しながらもパートタイムを余儀なくされている就業者は全就業者の6%前後に上っており、雇用の安定や所得面での脆弱さを内包している。第2に、労働参加率の低下による失業率の押し下げである。アメリカの労働参加率は、①女性の労働市場への進出拡大の一巡、②人口構成の高齢化に伴う退職者の増加、③若年層の高学歴化、などの構造的な要因から、2000年初めをピークに趨勢的な低下傾向にある（前掲図表10）。とりわけ、近年は、雇用環境の悪化に伴う労働

(図表9) 失業率と欠員率（ベバレッジ曲線）



(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表10) パートタイム従事者と労働参加率



(資料) Bureau of Labor Statistics

市場からの退出者の増加や、ベビーブーマー世代の退職期入りを受け、低下が加速している。こうした労働参加率の低下による失業率の押し下げは、雇用環境の本質的な改善を示すものではない点に留意する必要がある。

ちなみに、労働参加率の変動要因を、年齢層・性別の労働参加率の変化と人口構成の変化に分けてみると、近年はベビーブーマー世代の退職期入りを主因に、人口構成の変化が恒常的に労働参加率を年0.2%程度押し下げている（図表11）。そこで、先行きの労働参加率について、①年0.2%低下（近年の人口構成の変化のみ勘案）、②横ばい（労働市場退出者の市場への復帰を想定）、の2ケースを想定し、就業者数の増加ペースごとに失業率を試算すると、ケース①では、月10万人前後の雇用増でも失業率の持続的な低下が見込まれるものの、ケース②では、失業率の明確な低下には月15万人前後の雇用増が必要となる（図表12）。

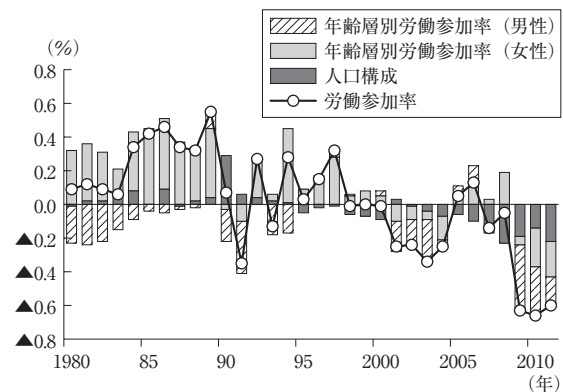
なお、雇用環境の回復が想定以上に進む可能性として、住宅市場の持ち直しによる影響を指摘しておきたい。住宅販売の増加は、建設業の直接的な雇用者数の押し上げに加え、家具や家電、リフォーム関連業種などの雇用増加への寄与が期待される。また、住宅価格の上昇に伴う資産効果による個人消費の拡大が企業業績の回復につながれば、幅広い企業で採用姿勢の積極化が視野に入ることになる。

(2) 個人消費の重石

個人消費は、先行きも持ち直しの動きが続く見込みである。家計部門の純資産をみると、住宅価格の上昇による住宅資産残高の増加が、3四半期連続で押し上げに寄与している（図表13）。先行きも、住宅価格の持ち直しによる資産効果が、消費者マインドの押し上げや個人消費の下支えに作用する公算が大きい。

もっとも、以下の2点が重石となり、回復ペースは緩やかにとどまる見込みである。第1に、「財政の崖」の具現化である。議会で何らかの

(図表11) 労働参加率の変動要因（前年差）



(資料) Bureau of Labor Statistics, U.S. Census Bureauより日本総合研究所作成

(図表12) 2013、2014年末の失業率試算

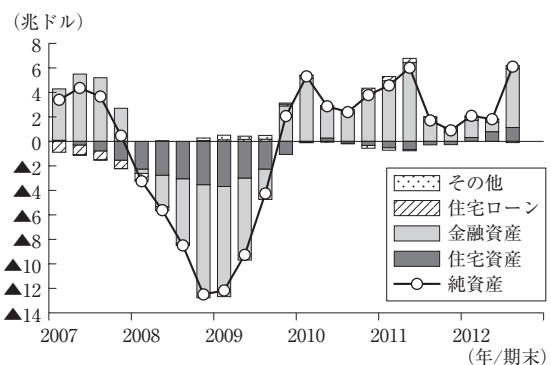
(上段：2013年末、下段：14年末、%)

		就業者数増加幅（月平均）			
		5万人	10万人	15万人	20万人
労働参加率の想定	ケース①： 年0.2%低下	7.8	7.4	7.0	6.6
		7.9	7.1	6.3	5.5
	ケース②： 横ばい	8.1	7.7	7.3	6.9
		8.5	7.7	6.9	6.1

(資料) Bureau of Labor Statistics, U.S. Census Bureauより日本総合研究所作成

(注) ケース②は2012年11月実状（63.3%）から横ばいと想定。

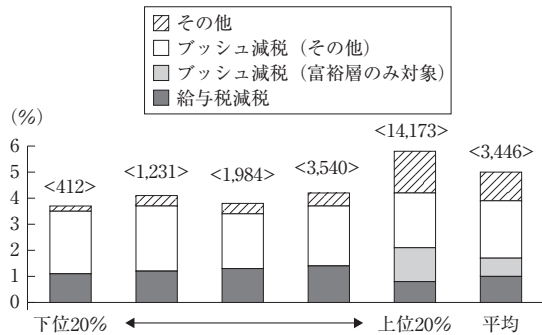
(図表13) 家計部門の純資産変動要因（前年同期差）



(資料) FRB

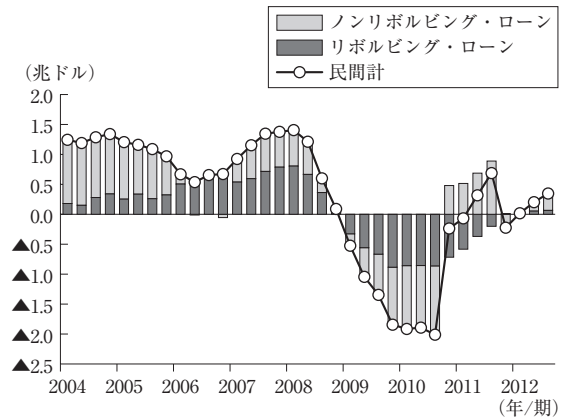
(注) マイナスは、資産の減少または負債の増加。

(図表14) 減税策失効時の所得階層別
実効税率の上昇幅 (2013年)



(資料) Tax Policy Center発表資料をもとに日本総合研究所作成
 (注1) <>は、負担増加額(ドル)。
 (注2) プッシュ減税(富裕層のみ対象)は、個人所得税などの免除措置の延長等。プッシュ減税(その他)は、AMTを含む。

(図表15) 民間消費者信用残高(前年差)



(資料) FRB
 (注) 2010年12月より、調査方法が一部変更。

対応策が打たれず、プッシュ減税や給与税減税など現行の減税策が2012年末ですべて失効した場合、一世帯当たり約3,500ドルの増税となる(図表14)。民主・共和両党の間で「財政の崖」の回避策がまとまった場合でも、一部減税策は撤廃されるとみられ、一定程度の家計の負担増は避けられない。

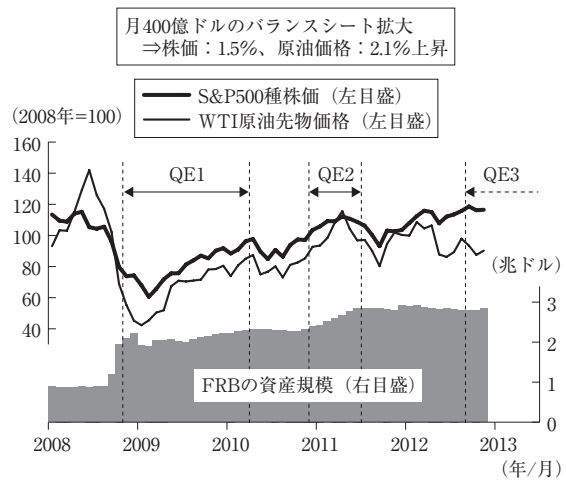
第2に、家計の借り入れに対する慎重姿勢の強まりである。消費者信用残高は増加に転じているものの、持ち直しの動きは極めて緩慢にとどまっている(図表15)。とりわけ、クレジットカードなど主に日々の買い物に利用されるリボルビング・ローンの回復に遅れがみられており、長期間のバランスシート調整を強いられたアメリカの消費者が、借り入れを伴う消費に対して慎重になっていることが示唆される。

なお、FRBのQE3による個人消費への影響については、これまでのQE1やQE2におけるFRBのバランスシートの拡大が、株価の上昇を通じて個人消費の押し上げに作用してきたことを踏まえると、QE3についても同様の効果が期待できる(図表16)。もっとも、大量の資金供給による過剰流動性が、原油などの商品価格の上昇や、それを受けたインフレを招き、消費にマイナス影響を及ぼすことも予想され、全体としてみれば過度な期待はできないだろう。

(3) 資源大国としてのアメリカ

アメリカは、水平抗井や水圧破砕などの掘削技術の進歩により、これまで生産が困難であった天然ガ

(図表16) FRBの金融緩和と株価・原油価格



(資料) Bloomberg L.P.、FRBより日本総合研究所作成
 (注) 株価、原油価格への影響は、QE1実施(2008年11月)以降のFRBのバランスシートとの関係をもとに試算。

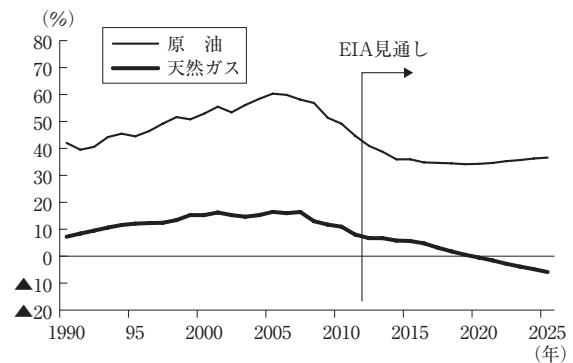
スや原油の開発に世界でいち早く成功し、2000年代半ば以降、シェールガスやシェールオイル（タイトオイル）などの非在来型資源の生産が急増している。こうした天然ガスや原油の生産拡大は、「シェールガス革命」あるいは「シェールオイル革命」と称され、アメリカを取り巻くエネルギー環境に大きな変化をもたらしつつある。

まず、天然ガスや原油の輸入依存度の大幅な低下がみられている（図表17）。直近のピークである2005年には、原油で6割強、天然ガスで16%程度であった輸入依存度（消費に対する純輸入の割合）は、足許で、それぞれ4割強、7%程度にまで低下している。原油・天然ガスともに今後も増産が見込まれており、2020年代初めには、原油の輸入依存度は3割台半ばまで低下し、天然ガスは純輸出に転じる見通しである。

また、輸出面でも、原油を原料とした石油製品の輸出が増加している（図表18）。とりわけ、輸出シェアの大きいメキシコや中南米では、自動車など製造業の工場の進出加速や、中間所得層の増加による個人消費の拡大により、石油製品需要の増加が著しい。なお、アメリカの輸出を地域別にみると、地理的な優位性などから、メキシコ・中南米向けの割合が高く、EUや日本と比較して、足許で生じているアジア新興国の景気減速や欧州の景気悪化の影響を受けにくい構造にある（図表19）。このため、アメリカの輸出は、石油製品需要の増加や仕向地の多様性に支えられ、好調を維持するとみられる。

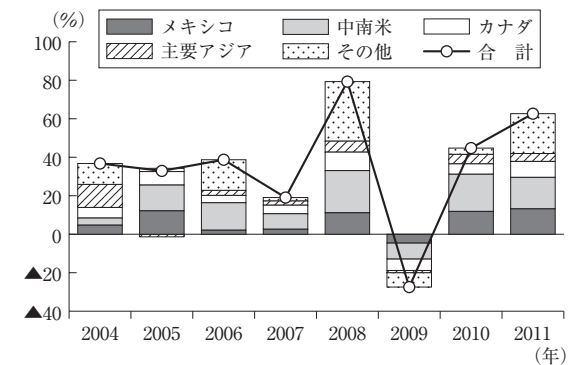
「シェールガス・オイル革命」の影響は、貿易面だけにとどまらない。国内の需給バランスに大きく左右される天然ガス価格は、国内生産の大幅な増加が続くなか、足許で大幅に低下しているほか、先行きも低水準で推移し、原油に比べ大幅に割安な状態が続く見込みである（図表20）。このため、石油や石油製品などから天然ガスへのエネルギーシフトが、アメリカのエネルギーコストの引き下げにつながる公算が大きい。ちなみに、価格差が足許の水準にある場

（図表17）アメリカの原油・天然ガスの輸入依存度



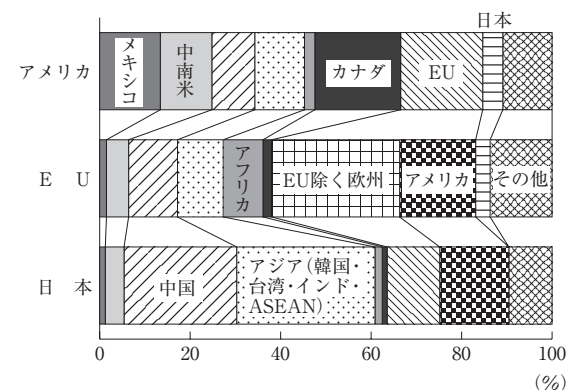
（資料）EIA
（注）輸入依存度は、ネット輸入量／国内消費量。

（図表18）石油製品輸出（前年比寄与度）



（資料）U.S. Census Bureau
（注）主要アジアは、日本・中国・韓国・台湾・ASEAN・インド。

（図表19）輸出の地域別割合（2011年）



（資料）U.S. Census Bureau, Eurostat, 財務省

合、原油消費の1割（約200万バレル／日）を天然ガスに代替することにより、GDP比0.4%弱のエネルギーコスト削減が可能となる。

以上のように、アメリカの天然ガスや原油生産の拡大は、貿易収支の改善などの直接的な影響にとどまらず、家計や企業のエネルギーコストの低減や、それを受けた消費・投資余力の拡大を通じて、アメリカの潜在成長率の引き上げに資するものと期待される。

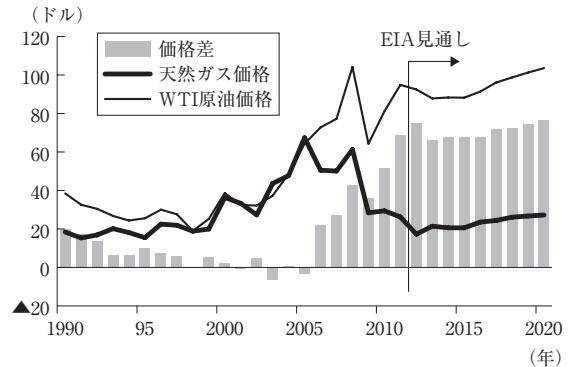
(4) オバマ政権 2 期目の課題

このような経済状況のもと、2012年11月の大統領選挙では、オバマ大統領が再選を果たした。オバマ大統領の当面の課題は、「財政の崖」の回避と債務上限の引き上げである。

年末・年始に大幅な財政緊縮が生じる、いわゆる「財政の崖」の規模は、ブッシュ減税や給与税減税の失効、予算管理法に基づく強制歳出削減などを中心に、最大5,710億ドル、GDP比3.7%に達する（図表21）。大統領・議会選挙後も、上院は民主党、下院は共和党が過半数を有する議会のねじれ状態が続いており、富裕層増税を柱とした歳入増を主張するオバマ大統領・民主党と、歳出削減を重視し、歳入増については税額控除の廃止や税の抜け穴をふさぐことにとどめる共和党との対立は、激しさを増している。このため、ブッシュ減税の一時的な延長や強制歳出削減措置の一部停止などにより、当面の大幅な財政の引き締めを回避したうえで、税制の抜本的な改革や歳出削減策の策定など中期的な財政再建策の取りまとめについては、2013年入り後に先送りされる可能性が高まっている。

一方、連邦債務残高もすでに法定上限へ到達しつつある（図表22）。支出の抑制などにより、最長3月頃まで政府運営への影響は回避できる

(図表20) 原油価格（1バレル）と同等の熱量を得るために必要な天然ガス価格



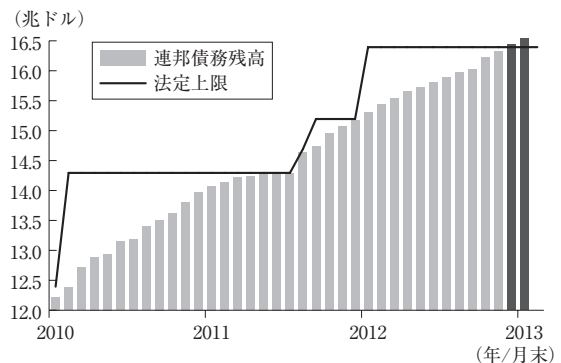
(資料) EIAなどをもとに日本総合研究所作成
 (注1) 2011年実質価格ベース。
 (注2) 天然ガス価格は、Henry Hubスポット価格。

(図表21) 「財政の崖」による2013年度の財政赤字削減額 (2012年度対比)

(億ドル、%)		
2013年入り後に予定される主な減税措置の失効および歳出削減策	現行法での「財政の崖」	緊縮策の想定
歳入		
ブッシュ減税、AMT軽減措置の失効	2,250	0
給与税減税の失効	850	850
その他減税措置の失効	650	650
医療保険改革に伴う増税	180	180
歳出		
予算管理法による強制削減措置	540	0
緊急失業保険給付の失効	340	340
メディケア診療報酬の削減	100	0
その他	800	800
合計	5,710	2,820
GDP比	3.7	1.8

(資料) CBOなどをもとに日本総合研究所作成
 (注) その他には、分類が困難なものなどを含む。

(図表22) 連邦債務残高と法定上限



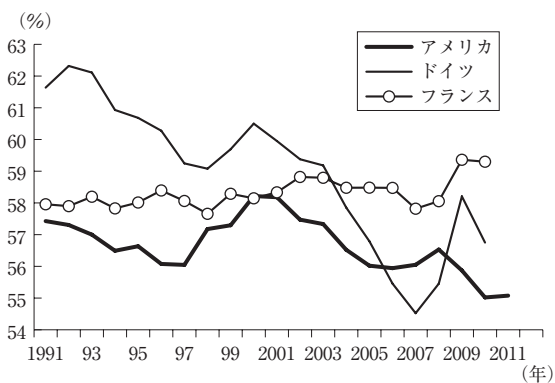
(資料) U.S. Department of the Treasury
 (注) 2012年12月以降の残高は、2012年1～11月までと同じ増加ペース（約1,000億ドル/月）が続くと仮定し試算。

とみられるものの、上限引き上げをめぐる議論が早期にまとまらなければ、アメリカ国債の格下げ懸念の高まりなど、2011年夏と同様に金融市場の混乱を招く恐れがある。このため、3月頃を目途に、上記中期的な財政再建策がとりまとめられ、あわせて連邦債務残高の上限引き上げが実施されると見込んでいる。

中期的な課題としては、企業部門と家計部門のバランスのとれた成長を促す仕組みづくりが指摘できる。アメリカの労働分配率は、2000年以降、総じて低下傾向にあり、足許では諸外国対比低水準で推移している（図表23）。すなわち、企業部門の回復が家計部門に波及しづらい社会構造となりつつあり、アメリカ経済の底上げには、企業部門から家計部門への所得の移転を通じた個人消費の安定的な拡大が不可欠な状況となっている。

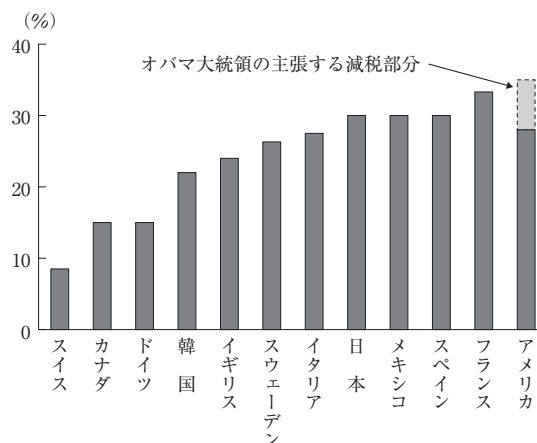
一方、企業のコスト負担増を踏まえると、その抑制に向け、あわせて法人税率の引き下げが求められる。アメリカの法人税率は諸外国対比高水準にあり、対外競争力の面からも引き下げが肝要である（図表24）。

（図表23）労働分配率（全産業）



（資料）Bureau of Economic Analysis, Eurostat
（注）ドイツとフランスは2010年まで。

（図表24）各国の法人所得税率（2012年）



（資料）OECD

4. 2013～2014年のアメリカ経済見通し

以上を踏まえ、2013～2014年のアメリカ経済を展望すると、2013年初めにかけては、企業部門の弱含みや財政緊縮措置の一部実施により、一時的に減速感が強まる公算が大きい。「財政の崖」をめぐっては、大幅な財政緊縮は回避されると見込まれるものの、抜本的な解決策の策定は2013年春ごろとなる可能性が高く、それまでは先行き不透明感が十分に払拭されず、企業の投資に対する慎重姿勢がくすぶり続けることになる。また、大幅な財政緊縮が回避された場合でも、一定程度の増税や歳出削減は避けられず、個人消費や政府支出の下振れ要因となる。一方、バランスシート調整の進展や住宅市場の持ち直しを背景に、家計部門が底堅さを増すなか、景気の回復基調は崩れないとみられ、2013年1～3月期においても、1%台半ばの成長率を維持する見込みである（図表25）。

財政面からの下押しが一巡すれば、住宅を起点とした自律回復メカニズムが作動するもと、成長ペースは緩やかに加速していく見込みである。もっとも、以下の2点が景気回復の足かせとなる。第1に、

(図表25) 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)

	2012年		2013年				2014年				2012年	2013年	2014年
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	(予測)		
実質GDP	3.1	1.5	1.4	2.1	2.4	2.5	2.6	2.8	2.7	2.8	2.3	1.9	2.6
個人消費	1.6	2.2	1.7	1.9	2.3	2.3	2.0	2.1	2.3	2.4	1.9	1.9	2.2
住宅投資	13.5	11.5	7.5	8.0	8.2	11.0	10.5	8.5	8.3	8.7	11.7	9.4	9.4
設備投資	▲1.8	3.1	5.3	8.1	8.2	7.0	7.5	7.9	7.0	7.2	7.3	4.9	7.5
在庫投資	0.7	▲0.2	0.3	0.1	▲0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1
政府支出	3.9	▲1.8	▲5.1	▲3.4	▲3.0	▲2.1	▲1.4	▲0.1	▲0.5	▲0.6	▲1.4	▲2.4	▲1.5
純輸出	0.4	▲0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
輸出	1.9	3.6	4.6	6.2	7.3	7.5	6.6	6.0	6.7	6.9	3.8	4.9	6.7
輸入	▲0.6	3.9	3.0	4.1	4.8	5.1	4.9	4.9	5.0	5.0	3.0	3.3	4.9
実質最終需要	2.4	1.7	1.1	2.0	2.5	2.5	2.4	2.6	2.7	2.8	2.1	1.8	2.5
消費者物価	1.7	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9	1.8	1.8	2.1	2.0	1.8
除く食料・エネルギー	2.0	2.0	2.0	1.9	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1	2.0	2.1

→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。

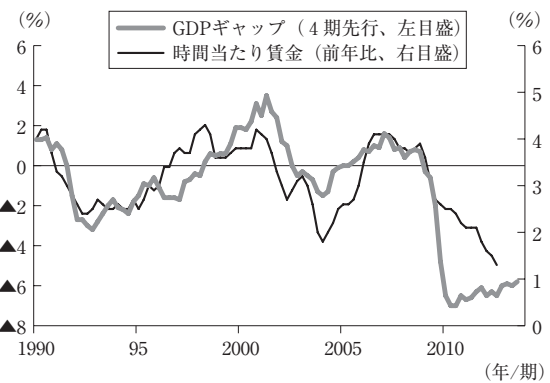
賃金の伸び悩みである。労働市場の大幅な需給緩和や企業のコスト削減姿勢を反映し、家計の時間当たり賃金の伸びは抑制された状態が続いており、所得環境の改善は先行きも緩やかにとどまる見通しである(図表26)。第2に、海外景気の下振れによる企業収益の悪化である。2012年入り後、中国を中心とした新興国景気の減速や欧州景気の悪化を受け、海外部門の企業利益が小幅ながら減少に転じている(図表27)。当面、新興国景気の力強い加速や欧州景気の持ち直しは見込み難く、海外部門の低迷が尾を引く可能性が高い。この結果、成長ペースは潜在成長率とされる2%台半ばにとどまる見通しである(前掲図表25)。

なお、物価面では、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見込みである。エネルギーコストの上昇を通じたインフレ圧力も減衰しており、インフレ率は前年比+2%前後の水準で推移する見通しである。

5. リスク要因

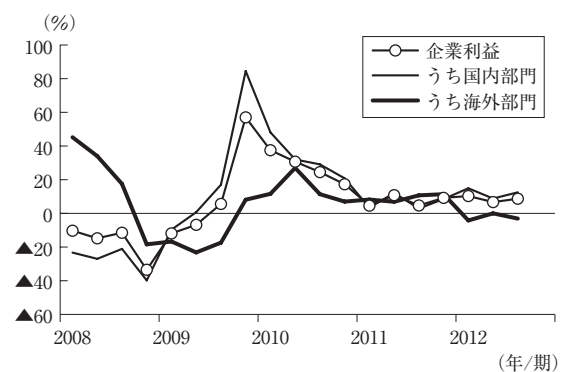
最後に、以上のメインシナリオに対し留意すべき景気の下振れリスクについて、以下の2点を指摘しておく。

(図表26) 時間当たり賃金とGDPギャップ



(資料) Bureau of Labor Statistics, CBO

(図表27) 企業利益(前年同期比)



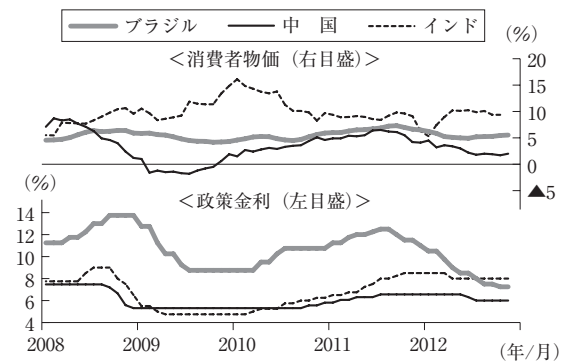
(資料) Bureau of Economic Analysis

(注) 企業利益は、税引き前、在庫評価・資本減耗調整後。

第1に、インフレを起点とした新興国の景気減速である。2012年入り後、新興国景気の減速が顕著となっている。こうしたなか、各国の中央銀行はインフレ圧力の再燃を意識しつつも、景気刺激を目的とした利下げを相次いで実施した(図表28)。足元では、インフレ懸念はやや後退しているものの、①世界的な金融緩和の長期化による過剰流動性、②中東情勢の緊迫化、③異常気象、などから原油や穀物などの商品価格が上昇すれば、再びインフレが加速する可能性がある。インフレの加速は、新興国での実質購買力を低減させるほか、中央銀行による景気刺激を目的とした金融緩和を躊躇させ、景気減速を長期化させる恐れがある(図表29)。新興国景気の減速が長期化すれば、アメリカでも、企業部門の持ち直しが想定以上に後ずれするリスクがある。

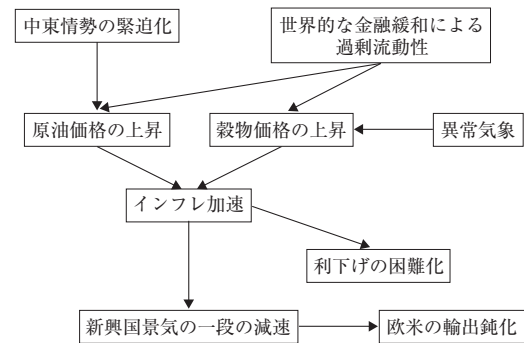
第2に、欧州債務危機の再燃である。ユーロ圏では、重債務国向けの財政支援を担う恒久的な救済基金であるESM(欧州安定メカニズム)の創設や、ECBによる無制限の国債購入プログラムの導入を受け、当面の危機的状況は脱したとみられる。もっとも、重債務国によるこれらのセーフティネットの利用には、厳しい財政再建策が課されることになっているため、軽々には支援要請を行えないのが実情である。したがって、緊縮策に反対する国内世論への配慮から、資金調達に窮するにもかかわらず、早期に支援を要請できなければ、南欧重債務国で再びデフォルト懸念が高まる恐れがある。欧州債務問題の再燃は、世界的な株価の下落などを通じて、回復途上にあるアメリカの個人消費に大幅な下押し圧力をもたらすことになる。

(図表28) 新興国の消費者物価と政策金利



(資料) 各国統計局、中央銀行

(図表29) インフレ加速による新興国景気の鈍化リスク



(資料) 日本総合研究所作成

副主任研究員 藤山 光雄
 研究員 井上 恵理菜
 (2012. 12. 10)