

# アメリカ経済見通し

## —回復基調は維持するものの、力強い成長は期待薄—

調査部 マクロ経済研究センター

### 目 次

1. 2011年回顧
2. 政策対応
  - (1) 景気対策の実現性
  - (2) 歳出削減圧力
  - (3) 金融政策
3. 2012年のアメリカ経済をみるうえでのポイント
  - (1) バランスシート調整
  - (2) 雇用の構造問題
  - (3) 新興国向け輸出の牽引力
4. 2012年のアメリカ経済見通し
5. リスク要因

1. 2011年回顧

一年央以降、景気はやや持ち直すも、依然として停滞感が強い状況

アメリカ経済は、2010年後半から2011年初にかけて持ち直し傾向にあったものの、春以降は原油をはじめとした国際商品価格の高騰や東日本大震災に伴う供給網寸断の影響で、急速に減速した。実質GDP成長率は、2010年後半の前期比年率+2.5%程度から、2011年1～3月期、4～6月期には同+1%前後まで低下した(図表1)。とりわけ、個人消費の増加ペースが、2010年10～12月期の同+3.6%から2011年4～6月期には同+0.7%へ大きく鈍化した。この背景には、原油価格の上昇を受けたガソリン価格の高騰がある。全米平均のガソリン小売価格は、2010年末の3ドル/ガロンから2011年5月には4ドル/ガロン近くまで値上がりし、家計の実質購買力の低下や消費者マインドの悪化を招いた。加えて、供給網寸断を受けた自動車部門の大幅な減産により新車の供給が不足したことも、自動車販売の減少を通じ個人消費を下押しした。

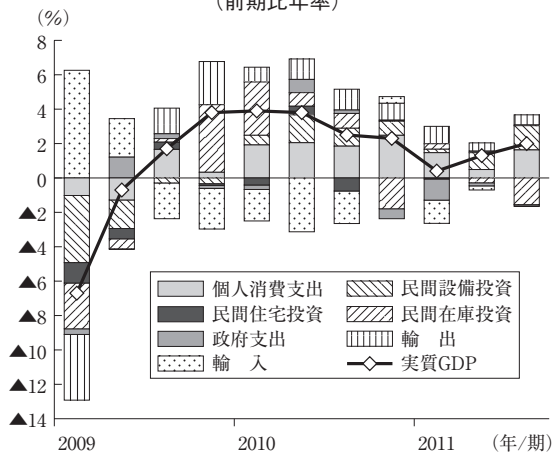
こうしたなか、持ち直しが明確化しつつあ

た雇用にも変動がみられた。非農業部門雇用者数は、2月から4月にかけて前月差+20万人前後まで増加ペースが加速したものの、5月には同+5.3万人、6月には同+2.0万人と失速した。

一方、年央以降は、供給網寸断の影響緩和やガソリン価格の騰勢一服に伴い、実体経済面で持ち直しの動きがみられた。まず、新車不足の解消を受け自動車販売が持ち直し、10月の販売台数は年率1,320万台と、供給網寸断が生じる以前(2月)の水準を回復した。これに伴い、個人消費の増加ペースは年率+2%強に加速した(図表2)。企業部門でも、自動車を中心に生産の増勢が明確化した。雇用面では、失業保険申請件数の緩やかな減少が続いたほか、非農業部門雇用者数も、7月以降、月+10万人前後の増加ペースを維持している。こうした情勢のもと、7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と、年前半に比べ成長ペースがやや加速した。

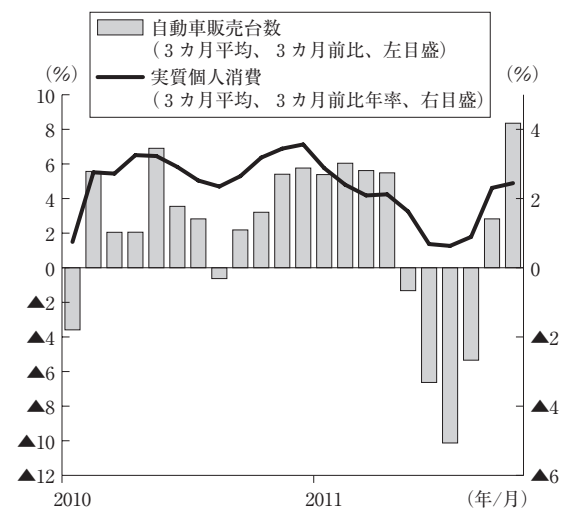
もともと、家計・企業の景況感は、実体経済が持ち直すなかでも停滞感が強い状況が続いている(図表3)。企業の景況感を表すISM景況

(図表1) アメリカ実質GDP成長率の推移 (前期比年率)



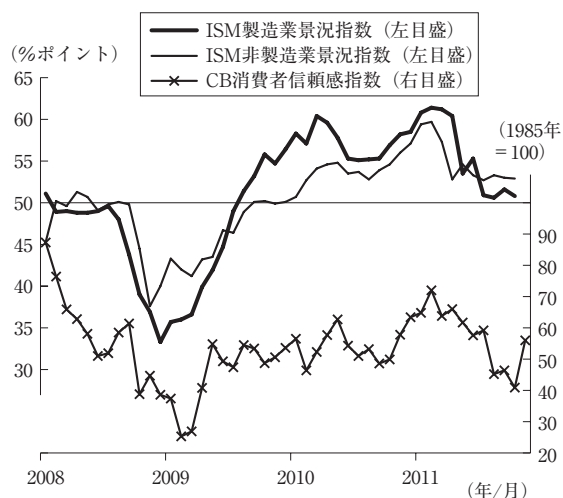
(資料) Bureau of Economic Analysis

(図表2) 自動車販売台数と実質個人消費の推移



(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表3) 企業および個人マインドの推移



(資料) ISM, The Conference Board

指数をみると、製造業・非製造業ともに春以降、拡大・縮小の分かれ目である「50」近辺で推移している。一方、カンファレンス・ボード消費者信頼感指数も、春から夏場にかけて急速に低下し、10月には景気後退期にあった2009年4月以来の低水準を記録した。景気回復が緩やかなペースにとどまるなか、米欧の債務問題と、それに伴う金融資本市場の混乱がマインド面で重石となった。

そこで米欧の債務問題についてみると、アメリカでは、議会における民主・共和両党の政治的対立を背景に、連邦政府の法定債務上限引き上げを巡る協議が難航し、7月末にかけて米国債のデフォルト懸念が浮上した。最終期限とされる8月2日(注1)直前にオバマ大統領と議会指導部が妥協案に合意したことで、デフォルトの危機は回避されたものの、政治的対立を重くみたS&Pは、米国債の格下げ(「AAA→AA+」)に踏み切った。一方、欧州においても、ギリシャ救済を巡るドイツ・フランスの対立や、緊縮策を巡るギリシャの政治的混乱、イタリア・スペインへの信用不安の波及など、ユーロ圏諸国の債務問題に対する不透明感が強く、投

資家のリスク回避姿勢が強まった。こうした情勢下、ダウ平均株価は、7月下旬から8月上旬にかけて2,000ドル以上下落し、その後も12,000ドル前後では上値の重い展開が続いた。

(注1) アメリカ財務省は、上限引き上げが8月2日までに行われない場合、既発米国債の利払いが困難になるとの見通しを示していた。

## 2. 政策対応

以上のように、実体経済面では、2011年央以降持ち直しの動きがみられるものの、景気回復ペースは依然として緩慢であり、家計・企業のマインドは低迷が続いている。こうした状況下、政府・FRBは様々な景気支援策を発表・実施している。そこで、アメリカ経済の先行きを展望するにあたり、まず財政・金融政策の後押しによる景気力の強い回復が実現可能かどうかについて検討したい。

### (1) 景気対策の実現性

政府による財政政策では、2011年9月にオバマ大統領が、雇用創出を目的とした総額4,470億ドルに上る景気対策を打ち出した(図表4)。具体的には、緊急失業給付の継続や労働者負担分の給与税減税など既存政策の延長(後者については税率の引き下げ幅の拡大も提案)に加え、給与税の企業負担分の引き下げや、政府によるインフラ投資などを提案している。

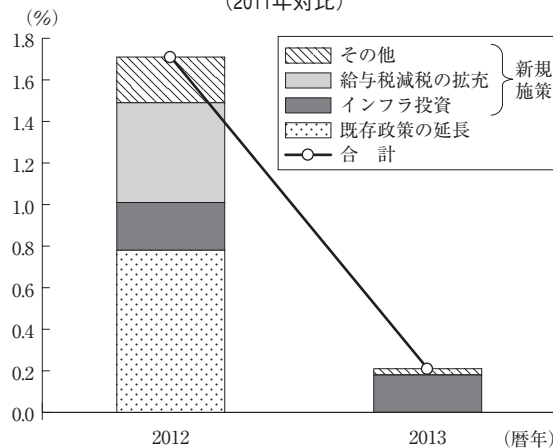
この景気対策は、支出が12年に集中していることが特徴であり、単年でみれば、2009年2月に成立した8,000億ドルの大型景気対策(ARRA)と同程度の規模となっている。このため、大統領の提案どおりに対策が実現されれば、2012年のGDPは+1.7%押し上げられると試算される(図表5)。

(図表4) オバマ大統領の雇用対策 (アメリカ雇用法)

	総額 (億ドル)	対名目 GDP比
給与税減税延長・拡充 (2012年末まで)	2,400	1.6%
労働者負担の税率引き下げ (6.2%⇒3.1%、2011年は1年間限定で 4.2%への引き下げ実施)	(1,750)	(1.2%)
企業負担の税率引き下げ (6.2%⇒3.1%、500万ドルまでは無条件 とし、それ以上は新規雇用者と給与を引 き上げた従業員分のみ減税)	(650)	(0.4%)
設備投資減税延長 (2012年末まで)	50	0.03%
インフラ関連投資	1,050	0.7%
失業者支援	970	0.6%
州政府の財政支援 (教職員再雇用など)	(350)	(0.2%)
失業給付の延長	(490)	(0.3%)
長期失業者を雇用了企業への減税など	(130)	(0.1%)
合計	4,470	3.0%

(資料) The White Houseなどをもとに日本総合研究所作成

(図表5) アメリカ雇用法によるGDPへの影響  
(2011年対比)



(資料) CBOなどをもとに日本総合研究所作成

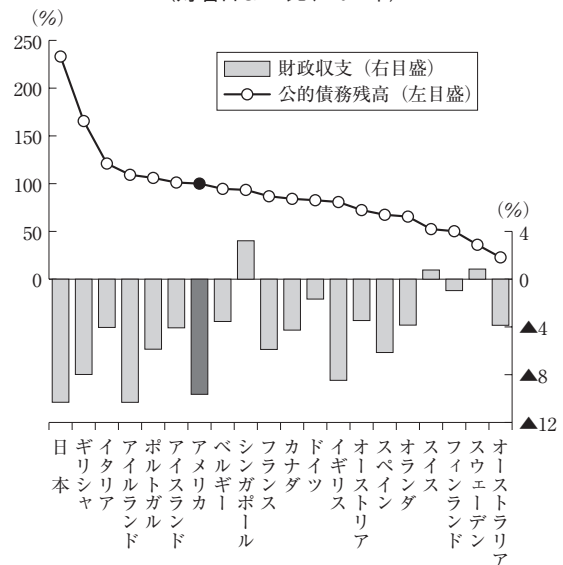
もっとも、下院で過半数を握る共和党が、インフラ投資など歳出増加を伴う施策に強く反対しており、議会審議は難航している。実際に、対策を一括審議した法案は、10月半ばに上院で事実上の廃案となった。これを受け、オバマ大統領は、提案した対策を個別項目に分けて審議することで、部分的成立を目指す方針に切り替えている。一方、共和党議員のなかにも、労働者負担分の給与税減税など2011年末で期限切れとなる政策の打ち切りにより景気が大きく落ち込むリスクを懸念する声が出てきている。こう

した状況を踏まえれば、2010年末の減税・失業給付延長法成立時のように、年末にかけて大統領と共和党の間で何らかの妥協が成立すると期待される。もっとも、景気対策の部分的成立で合意できるのは、既存政策の延長程度にとどまるとみられ、景気押し上げには力不足といえる。

(2) 歳出削減圧力

一方、政府の財政状況をみると、財政赤字・債務残高ともに他の主要国と比較して悪化が顕著であり、中長期的な財政赤字削減に向けた取り組みが不可避な状況にある。IMFが2011年9月に公表した推計によると、アメリカの11年の財政収支 (一般政府) は、対名目GDP比▲9.6%と、2009年のピーク▲12.8%から2年連続で縮小するものの、なお2桁近い高水準の赤字が続く見込みである (図表6)。公的債務残高の対GDP比も、過去3年間で30%ポイント近く悪化し、2011年は100%を突破すると予測されている。国際比較でみると、財政赤字比率は主要国のなかで日本、アイルランドに次ぐ高水準

(図表6) 主要先進国の財政収支と公的債務残高  
(対名目GDP比、2011年)

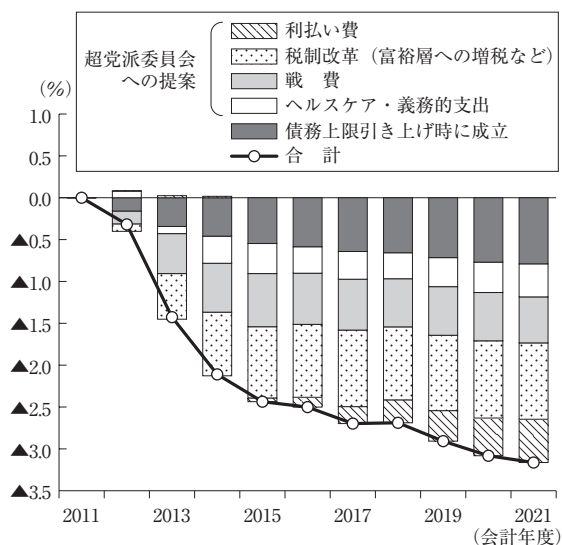


(資料) IMF

であり、債務残高比率も、イタリア、ギリシャ、アイルランドなど、欧州で債務問題の深刻さが問題視されている国々と肩を並べる水準にある。

こうしたなか、オバマ大統領は、景気対策の発表と同時に今後10年間で3兆ドルの財政赤字削減策を提案した（図表7）。大統領は足許の景気動向にも配慮する姿勢を示しており、本格的な財政赤字削減の実施は2013年度以降となり、削減手段についても増税・歳出削減のバランスを考慮した計画となっている。もっとも、議会では、赤字削減の具体策を巡り民主・共和両党の対立が鮮明化しており、大統領の提案通りに財政再建が進むのか予断を許さない。実際、最低1.2兆ドルの赤字削減を目指した超党派委員会の協議は、11月23日の期限までに具体策で合意できず、決裂に終わっている。格付け機関による米国債のさらなる格下げ懸念が高まるなか、大統領が財政再建の道筋を付けることを優先し、大幅な歳出削減を主張する共和党に譲歩する形で極端な緊縮策が実施されれば、景気が想定以上に落ち込むリスクも否定できない。

（図表7）オバマ大統領による財政赤字削減の提案  
（対名目GDP比）



（資料）The White House

### （3）金融政策

財政出動による景気押し上げが期待薄のなか、金融政策への期待が高まっている。FRBは、2010年11月に打ち出した米国債買入（QE2）を当初予定通り11年6月末で終了したものの、失業率が高止まりするなか、その後も追加的な緩和措置を講じている。

まず、8月のFOMCで、少なくとも2013年半ばまで現行の超低金利政策（FFレート誘導目標：0.00～0.25%）を維持することを明言した。さらに、9月に保有証券の平均残存期間の長期化（ツイスト・オペ）を決定した。これは、2012年6月末までに残存期間6～30年の米国債を4,000億ドル購入するとともに、残存期間3年未満の国債を同額売却する措置である。こうした施策に加え、FRBは、さらなる追加緩和の手段についても検討を進めている。具体的には、住宅市場を支援するため、2008年11月から10年3月にかけて実施したMBS（住宅ローン担保証券）の購入再開などを検討している。

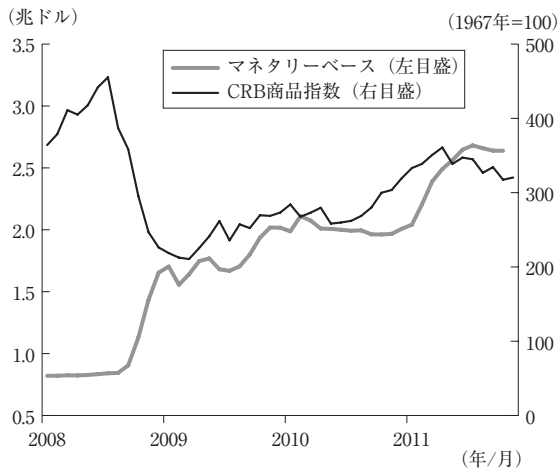
もっとも、以下の二つの理由から、追加金融緩和による景気浮揚効果は限定的とみられる。

第1に、アメリカの中長期金利はすでに歴史的な低水準にあり、さらなる低下余地が小さいことである。長期金利の指標である10年債利回りは、欧州債務問題を受けたりリスク回避姿勢の強まりなど背景に、2%前後まで低下している。政策金利の引き下げ余地が乏しく非伝統的な手段も限られるなか、政策面からの持続的な金利押し下げは期待できない。

第2に、MBSの購入再開といったバランスシートの拡大を伴う措置は、国際商品市況の上昇を招き、むしろ景気を下押しするリスクがある。実際、QE2は、株高などを通じ景気を浮揚させた一方で、ベースマネーの増加に伴うドル安を通じて原油など商品市況の高騰を招いた



(図表8) アメリカのマネタリーベースとCRB商品指数



(資料) FRB, CRB

(図表8)。前述の通り、原油高を受けたガソリン価格の上昇は、個人消費を下押しすることとなった。

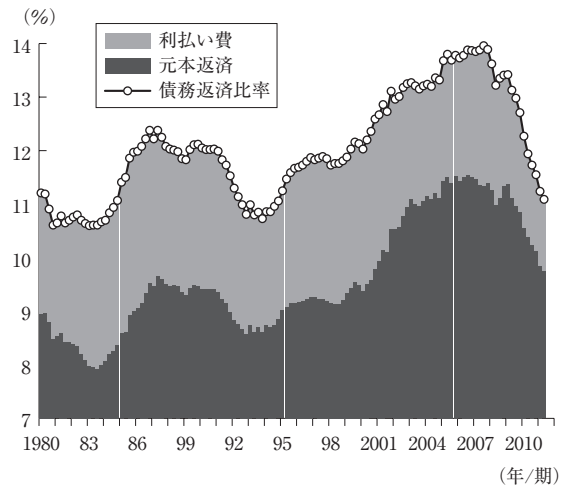
### 3. 2012年のアメリカ経済をみるうえでのポイント

以上のように、議会の対立や政府の財政状況、追加金融緩和の効果などを踏まえると、政策面からの景気の押し上げは期待し難い。このため、2012年のアメリカ経済は、民間部門の自発的回復に頼らざるをえない。以下では、民間部門の成長ペースを見通すにあたり、重要と考えられる三つのポイント、「バランスシート調整」、「雇用の構造問題」、「新興国向け輸出の牽引力」について検討する。

#### (1) バランスシート調整

まず、家計の債務負担をみると、債務返済額の可処分所得に占める割合が大きく低下している。2011年4～6月期の債務返済比率は、11.09%と約17年ぶりの低水準を記録した(図表9)。これは、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んだことが背

(図表9) 家計の債務返済額が可処分所得に占める割合

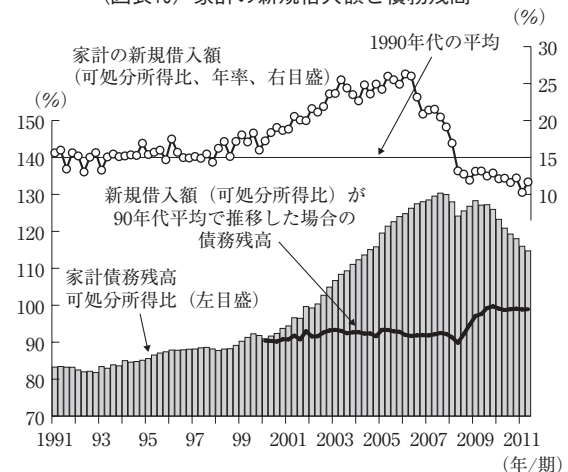


(資料) FRB, BEAをもとに日本総合研究所作成

景にある。こうした点を踏まえれば、低金利が維持される限り、債務返済圧力が消費を一段と下押しする懸念は小さいとみられる。

もともと、債務残高の対可処分所得比は115%と高水準にあり、家計は依然として過剰債務を抱える状況にある(図表10)。債務の純増額や返済額などをもとに家計の新規借入額を算出すると、新規借入額の対可処分所得比は、住宅

(図表10) 家計の新規借入額と債務残高



(資料) FRB, BEAなどをもとに日本総合研究所作成

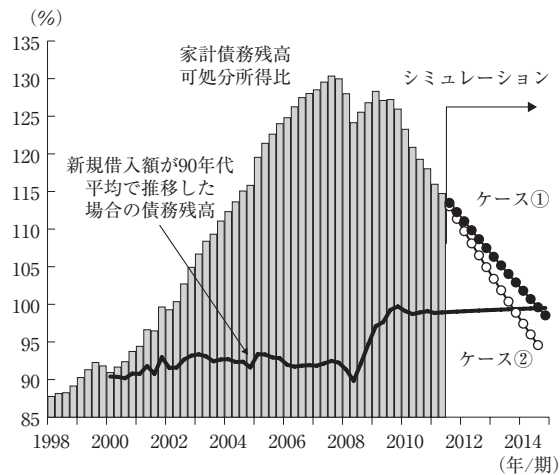
(注1) 新規借入額は債務純増額、元本返済額、償却額(償却率から推計)をもとに試算。

(注2) 新規借入額(可処分所得比)が90年代の平均(15.9%)で推移した場合の債務残高は、債務返済額(債務残高比)が90年代後半の平均、償却率が90年代平均で推移すると仮定。

バブル期の25%強から、足許では90年代を下回る10%前後の水準に低下している。過剰債務を抱えるなか、新規の借り入れが困難なことが、消費拡大や住宅購入の障害となっている。

ちなみに、家計の新規借入額の対可処分所得比が90年代にかけておおむね16%前後で安定していたことを踏まえると、家計は可処分所得対比で15%程度の過剰債務を抱えていると試算される(注2)。家計の過剰債務が解消されるのは、債務削減が足許のペースで行われた場合で2014年半ば以降となり、債務削減が再び加速するケースでも解消には2年程度を要する見込みである(図表11)。こうした試算を踏まえると、借り入れを伴う消費、住宅購入の力強い回復には、なお時間を要する公算が大きい。

(図表11) 家計の過剰債務圧縮のシミュレーション

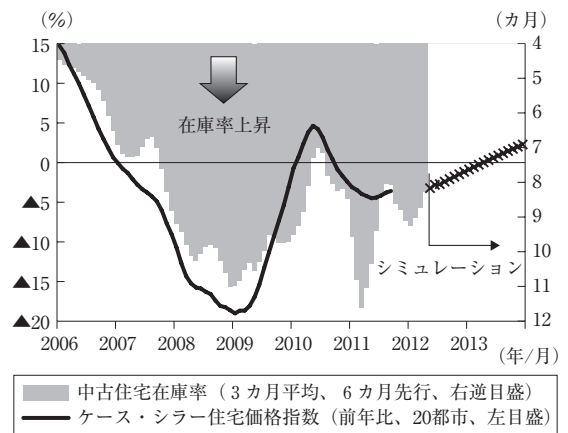


(資料) FRB、BEAなどをもとに日本総合研究所作成  
 【シミュレーションの前提】  
 ・可処分所得は年率+4% (過去1年の平均) と想定。  
 ・家計債務残高の想定は、ケース①：足許のペース (2011Q2の前期比：年率▲0.5%) で減少。ケース②：年率▲2.0%で減少 (2009Q3~2010Q2の平均)。

一方、住宅市場の低迷も長期化が見込まれる。住宅購入の力強い回復が期待薄ななか、中古住宅販売件数が昨年末からの年率500万件前後での推移が続いた場合、在庫が足許のペース (年率▲10%) で減少したとしても、在庫率は高止

まりを続ける公算が大きい(図表12)。加えて、住宅ローン延滞率が高止まりしていることから、差し押さえ物件の流入が当面続くとみられる。このため、住宅価格への下押し圧力が根強く残る見込みである。

(図表12) 住宅価格と中古住宅在庫率の推移



(資料) NAR、S&Pをもとに日本総合研究所作成  
 (注) 在庫率のシミュレーションは、①販売件数が過去半年 (5~10月) の平均値で横ばい、②在庫が同時期のベース (前年比▲10.2%) で減少。

(2) 雇用の構造問題

個人消費の先行きをみるうえでは、雇用の改善の遅れにも留意する必要がある。年央以降の雇用増は月+10万人前後にとどまっております、「雇用者数の増加→家計の所得拡大→個人消費の増勢加速」という好循環には至っていない。

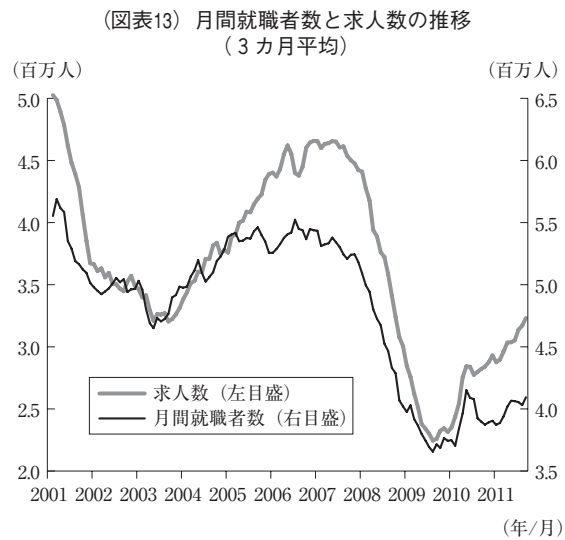
雇用の伸びが緩やかにとどまっている原因の一つとして、人材が不足している業種・職種と失業者が求める仕事の間の乖離 (ミスマッチ) が指摘できる。実際、月間の就職者数は低水準での推移が続く一方、求人数 (月末時点) は緩やかに持ち直しており、企業の求人増加が実際の雇用増に結びついていないことが示唆される(図表13)。業種別の求人率をみると、教育・健康や専門・企業サービスなどで求人率が上昇する一方、住宅バブルの崩壊に伴い大量の失業者

が出た建設業などでは、求人の増加がみられていない(図表14)。こうした求人・失業者の業種・職種間の偏在が、両者のマッチングを難しくしている。

加えて、失業期間の長期化に伴う失業者のスキル低下や住宅市場の低迷も円滑な就業を阻害する一因となっている。期間別失業者のシェアをみると、半年以上の失業者が全体の半数近くに上っており、平均失業期間は40週前後まで拡

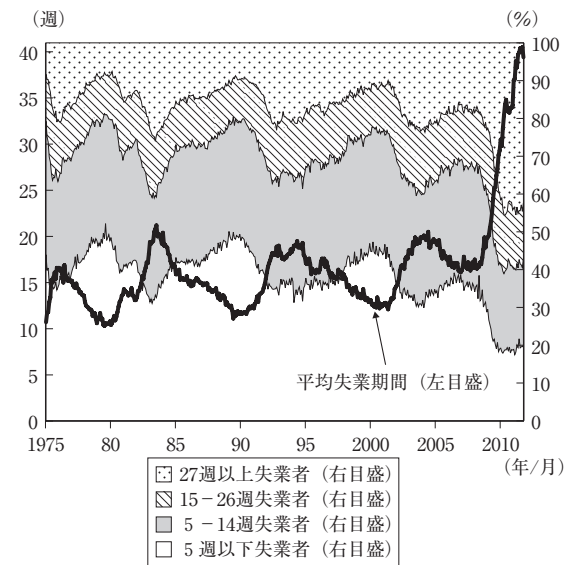
大している(図表15)。また、住宅価格が低迷するなか、住宅ローン保有者の2割以上が住宅の資産価値を上回るローンを保有しており、住宅を手放し、求人の多い地域で求職活動を行うことができない状況にある。

ちなみに、月間の総求人数(月末時点での求人数+月間の就職者数)と就職者数の関係をみ

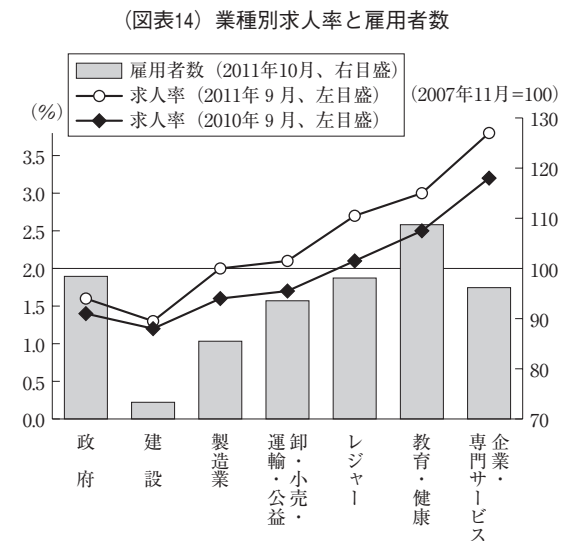


(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表15) 期間別失業者シェアと失業率の推移

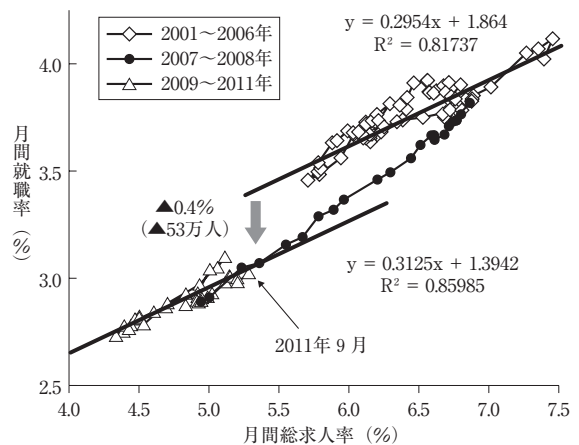


(資料) Bureau of Labor Statistics



(資料) Bureau of Labor Statistics  
(注) 求人率 = 求人数 / (雇用者数 + 求人数)。

(図表16) 月間総求人率と月間就職率の関係  
(3カ月平均)



(資料) Bureau of Labor Statistics  
(注1) 月間総求人率 = 月間総求人数 / (雇用者数 + 月間総求人数)。  
(注2) 月間総求人数 = 月間就職者数 + 求人数(月末時点)。

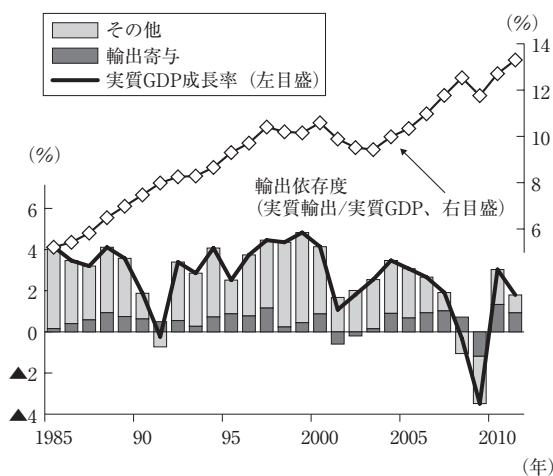


ると、2007年以降、両者の関係は下方にシフトしている（図表16）。これをもとに試算すると、足許ではミスマッチなどの要因により、月間の就職者数が53万人程度押し下げられている可能性がある。雇用者数でみると、月10万人程度、雇用の増加が抑制されていると試算できる（注3）。雇用回復を阻害する様々な要因が存在するなか、雇用の増加は先行きも緩やかなペースにとどまる公算が大きい。

(3) 新興国向け輸出の牽引力

以上のように、バランスシート調整の長期化や雇用の緩慢な回復により、家計の消費活動の力強い拡大が困難ななか、輸出が引き続き景気の下支え役として期待される。振り返ると、2000年代半ば以降、個人消費など内需の伸びが鈍化するなか、輸出の増加が成長率を押し上げてきた（図表17）。とりわけ、今回の景気回復局面では、経済成長の大部分が輸出の増加によるものである。実質GDPに占める輸出の割合は13%強まで上昇しており、輸出の好不調が経済に与える影響が一段と高まっている。

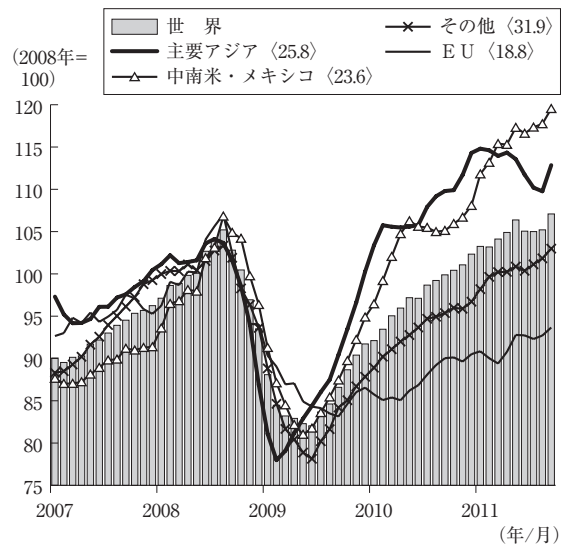
(図表17) 輸出依存度と実質GDP成長率



(資料) Bureau of Economic Analysis  
 (注) 2011年は1-9月値（実質GDP成長率は1-9月の前年同期比）。

アメリカの輸出の先行きを展望すると、牽引役の新興国では、中国を筆頭に景気過熱・インフレ抑制に向けた金融引き締めの影響が顕在化しつつあり、新興国経済の減速がアメリカの輸出にも悪影響を与える可能性が懸念される（図表18）。もっとも、新興国では、足許でインフレ率や住宅価格の騰勢に歯止めがかかりつつある。各国の金融引き締め姿勢が和らぐにつれて、輸出の一段の冷え込みは回避される見込みである。

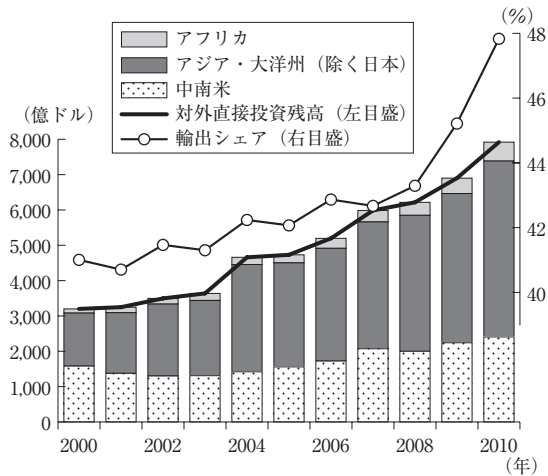
(図表18) 地域別実質輸出の推移  
 (季調値、3カ月平均)



(資料) U.S. Census Bureau  
 (注1) 地域別の実質輸出は日本総合研究所作成。〈 〉は2010年のシェア。  
 (注2) 主要アジアは、日本・中国・NIEs・ASEAN・インド。

加えて、新興国向け輸出のシェア上昇は、現地需要の拡大だけでなく、海外進出等を通じたアメリカ企業による新興国需要の積極的な取り込みによる寄与も大きい。過去10年間でアジアを中心に新興国への対外直接投資残高が2.5倍に増加するなか、新興国向け輸出のシェアは5割近くに上昇した（図表19）。今後も、新興国の需要取り込みに向けたアメリカ企業の取り組みが、輸出の増加を下支えする可能性が高い。

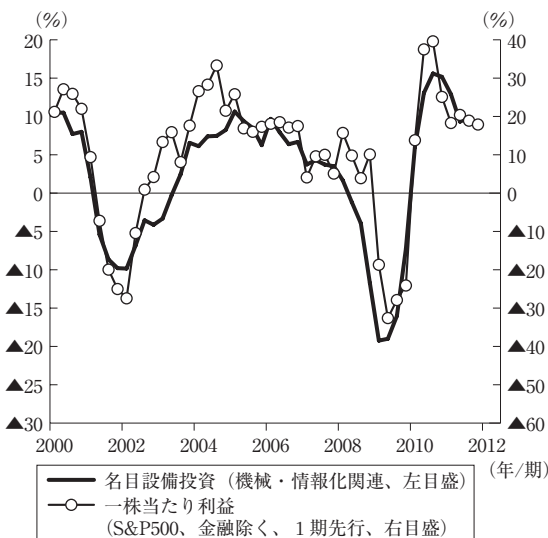
(図表19) 対新興国の直接投資残高と輸出シェアの推移



(資料) Bureau of Economic Analysis

新興国需要の取り込みは、輸出の増加だけでなく、投資収益の受け取りなどを通じ企業利益の押し上げにも寄与する。実際、アメリカ企業は、国内景気が減速するなかでも、新興国を中心とした海外部門の売上増を牽引役に2割前後の増益ペースを維持している(図表20)。輸出の増加や堅調な企業業績を背景に、設備投資も

(図表20) 企業利益と設備投資の推移  
(前年同月比)



(資料) Bureau of Economic Analysis, Bloomberg L.P.  
(注) 2011Q3の一株当たり利益は11月29日までに決算発表済みの企業。

底堅さを維持する公算が大きい。

(注2) 90年代の平均ペースで新規借入が行われていた場合、2011年6月末時点での債務残高は対可処分所得比で99.1%となる。

(注3) 就職が容易になると、転職を目的とした退職が増えるなど、月間の就業者数が増加すると自発的失業者数も増加する(両者は、就業者数が1人増加すると自発的失業者が0.82人増加するという関係)。こうした関係を踏まえたうえで試算した(53万人×(1-0.82))。

#### 4. 2012年のアメリカ経済見通し

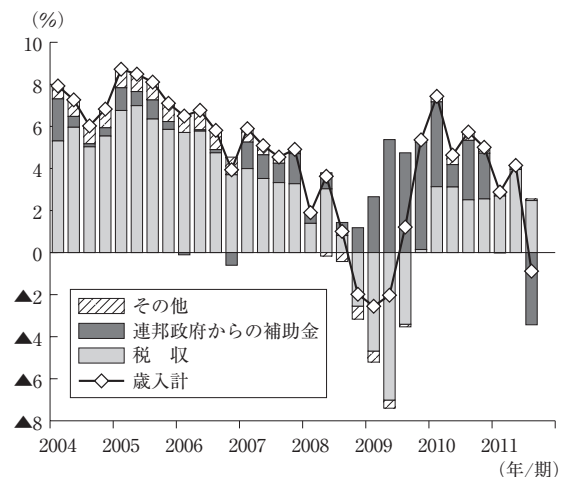
一回復基調は維持するものの、力強い成長は期待薄

以上の分析を踏まえたうえで、2012年のアメリカ経済を展望すると、企業部門の底堅さを背景に緩やかな回復基調が維持される見通しである。

企業部門では、新興国での需要拡大や現地進出を通じた需要の取り組みなどに支えられ、引き続き輸出の増加や現地での売上拡大が期待される。こうした要因により、企業業績も底堅さを維持するとみられ、設備投資の増加が景気下支えに作用する見込みである。

しかしながら、以下のような景気の足かせも

(図表21) 州・地方政府の歳入額の推移  
(前年同期比)



(資料) Bureau of Economic Analysis

(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、%、%ポイント)

	2011年				2012年				2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	0.4	1.3	2.0	2.1	1.7	2.0	2.0	2.2	3.0	1.7	1.9
個人消費	2.1	0.7	2.3	2.3	1.6	2.0	2.0	2.1	2.0	2.3	1.9
住宅投資	▲2.4	4.2	1.6	2.1	2.3	2.6	2.8	3.0	▲4.3	▲1.9	2.5
設備投資	2.1	10.3	14.8	9.2	2.4	6.2	6.3	7.2	4.4	9.0	7.1
在庫投資	0.3	▲0.3	▲1.6	▲0.2	0.3	0.1	0.0	▲0.1	1.6	▲0.3	▲0.2
政府支出	▲5.9	▲0.9	▲0.1	▲0.5	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.1	0.7	▲1.9	▲0.4
純輸出	▲0.3	0.2	0.5	▲0.2	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.0	▲0.5	0.1	▲0.0
輸出	7.9	3.6	4.3	4.6	5.6	5.7	6.2	6.5	11.3	6.8	5.3
輸入	8.3	1.4	0.5	5.2	4.5	5.4	5.6	5.6	12.5	4.9	4.3
実質最終需要	0.0	1.6	3.6	2.3	1.4	2.0	2.0	2.3	1.4	2.2	2.1
消費者物価	2.1	3.4	3.8	3.4	2.5	2.2	1.8	1.8	1.6	3.2	2.1
除く食料・エネルギー	1.1	1.5	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5	1.5	1.0	1.6	1.6
				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。

残存しているため、力強い回復は展望し難い。

第1に、家計のバランスシート調整の持続である。家計が抱える過剰債務の解消には、なお時間を要するとみられ、借入れを伴う消費・住宅購入の力強い回復は困難である。

第2に、住宅価格の低迷である。中古住宅在庫率の高止まりや差し押さえ物件の流入が、引き続き価格下押しに作用する見込みであり、消費マインドの改善を阻害するだろう。

第3に、雇用情勢の緩慢な回復である。スキル・技能のミスマッチや失業期間の長期化に伴うスキル低下などを受け、雇用の回復ペースは先行きも緩やかにとどまる見通しである。

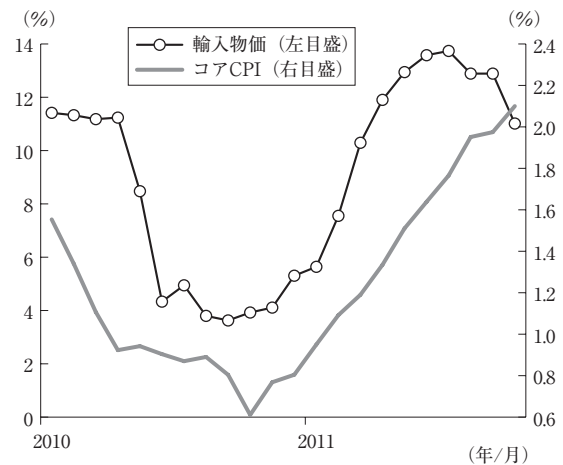
こうしたなか、財政出動による景気押し上げが期待されるものの、オバマ大統領が2011年9月に打ち出した景気・雇用対策は、共和党の反対により、成立の目処が立っていない。対策の実現は既存政策の延長程度にとどまるとみられ、景気押し上げには力不足といえる。一方、州・地方政府においては、連邦政府による財政支援打ち切りに伴い財政状況が悪化しており、歳出削減の動きが持続する公算である(図表21)。

この結果、2012年のアメリカ経済は、2%台半ばとみられる潜在成長率を下回る緩慢な成長

ペースが続き、通年の実質GDP成長率は+1.9%にとどまる見通しである(図表22)。

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見込みである。ドル安に伴う輸入物価の騰勢加速にも歯止めがかかりつつあることから、コアベースのインフレ率は前年比1%台半ばへ向けて鈍化する見通しである(図表23)。

(図表23) 輸入物価とコアCPIの推移  
(前年同月比)



(資料) Bureau of Labor Statistics, BEA

## 5. リスク要因

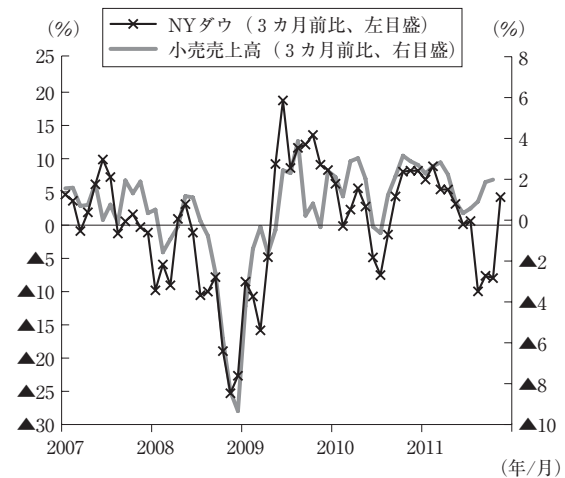
最後に、以上のメインシナリオに対し留意すべき景気の下振れリスクについて指摘しておく。

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。ユーロ加盟国は、2011年10月下旬に債務問題を巡る「包括戦略」を策定したものの、具体的な施策の実現性には不透明感が強く、債務問題を収束させるには至っていない。さらに、債務支払いを巡る懸念はスペイン・イタリアなど経済規模の大きいユーロ圏中核国へと広がりを見せており、比較的健全性が高いとみられていたドイツ・フランスなどの金融機関に対しても経営基盤悪化への懸念が強まっている。

欧州債務問題の行方について、本見通しのメインシナリオでは、各国が最終的に危機封じ込めで足並みを揃えるとともに、ECBの大規模な国債購入などにより各国の長期金利上昇に歯止めがかかることで、金融危機は水際で回避されると想定している。もっとも、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。その場合、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（図表24）。加えて、足許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、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。欧州での金融システム不安の深刻化を契機に、これら地域で資金制約が強まる恐れがある。また、EUを最大の輸出先とする中国でも、成長ペースの鈍化が避けられない。

第2に、アメリカ議会における政治的対立が深刻化するリスクである。上述したように、議会では財政再建を巡り、医療費などの社会給付

(図表24) 株価と小売売上高の推移



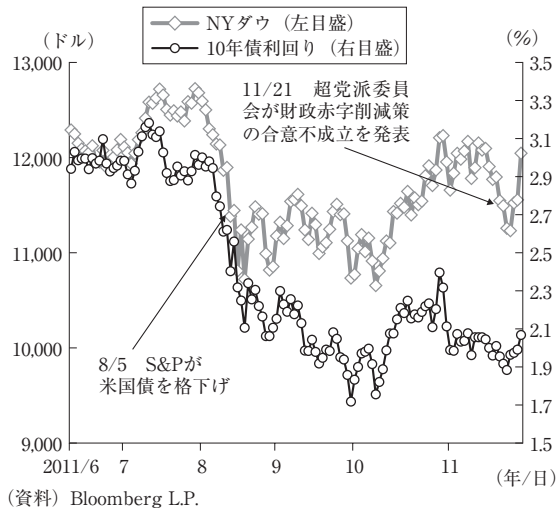
(資料) U.S.Census Bureau, Bloomberg L.P.

を含めた大幅な歳出削減を主張する共和党と、主に富裕層を対象とした増税を主張する民主党の対立が深刻化している。2012年に大統領選を控えていることを踏まえれば、両党ともに安易な妥協は困難といえよう。こうしたなか、メインシナリオで想定している景気対策の部分的成立（労働者負担分の給与税減税や緊急失業給付など既存政策の延長）が実現されない可能性も考えられる。その場合、2012年の実質GDPは▲0.8%程度押し下げられる見込みである。

加えて、財政再建を巡る政治的混乱が米国債のさらなる格下げにつながるリスクもある。ムーディーズは、2011年夏の債務上限引き上げを巡る政治的混乱後も格付けを最上位の「Aaa」に据え置いたものの、見通しは「ネガティブ」としており、中長期的に一段の財政赤字削減が必要と表明している。一方、S&Pも、赤字削減計画が後退すれば、現行の「AA+」からさらに格付けを引き下げる可能性があるという指摘している。

米国債のさらなる格下げが利回りの急騰につながる可能性は小さいものの、米国債への投資リスクが高まることで、株式相場など他のリス

(図表25) アメリカマーケットの動き



ク性資産の急落を引き起こす恐れがある（図表25）。そうなれば、逆資産効果を通じた個人消費の下振れは避けられない。

以上のように、アメリカ経済の回復は緩慢であり、下振れリスクに対し非常に脆弱な状況にある。欧州債務問題やアメリカ議会の政治的対立の深刻化により、景気下押し圧力が強まれば、アメリカ経済は再びリセッション入りする展開となろう。

研究員 村瀬 拓人

(2011. 11. 30)