

### 米国経済 5

# 2012年米国経済見通し

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料の提供する情報の利用に関しては、すべて利用者の責任においてご判断ください。当資料に掲載されている情報は、現時点の丸紅米国会社ワシントン事務所長の見解に基づき作成されたものです。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当事務所は情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

**2011/12/28**

**丸紅米国会社ワシントン事務所 今村 卓**

**+1-202-331-1167 [imamura-t@marubeni.com](mailto:imamura-t@marubeni.com)**

# 目次

## 1. 現状

- 1-1. 11年秋以降に景況感持ち直し、景気後退懸念も薄れる
- 1-2. 過度の悪化の修正、年末は景気回復に一時的に弾みつ

## 2. 金融危機の後遺症

- 2-1. 深い傷、景気に強い下押し圧力掛ける
- 2-2. 続くデレバレッジ、家計は債務返済優先
- 2-3. 目減りしてまだ戻らない個人資産
- 2-4. まだ続く家計のバランスシート調整
- 2-5. 低迷続く住宅市場、超金融緩和が届かず

## 3 雇用問題

- 3-1. 戻らない雇用、人口増加が経済の重荷に
- 3-2. 回復しにくい企業の採用者数
- 3-3. 進む省力化、技術・資本集約型経済へ移る米国
- 3-4. 今後の雇用は緩やかに拡大へ

## 4 企業部門

- 4-1. 総じて健全、高収益・多流動性持続、慎重に動く
- 4-2. 今後の設備投資は堅調に推移へ

## 5 展望

- 5-1. 金融政策は超緩和維持、追加緩和はリスクシナリオ
- 5-2. 12年は前後半とも2%台前半の緩やかな景気回復へ

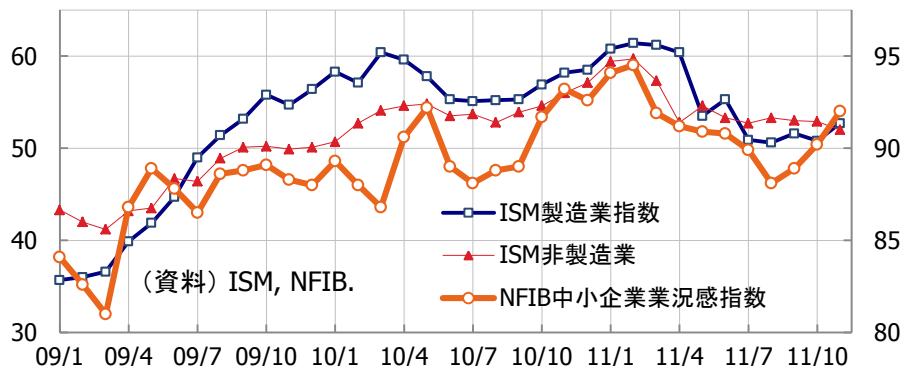
## 6. 財政赤字削減問題

- ・ 党派対立の末に議会の機能不全で進展なし

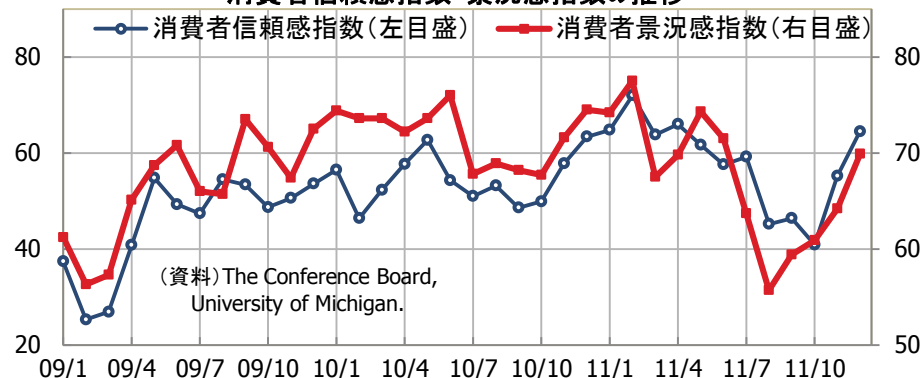
# 1-1. 現状: 11年秋以降に景況感持ち直し、景気後退懸念も薄れる

- 2011年前半から夏にかけて企業と家計の景況感が悪化、市場でも景気後退への懸念も浮上。マインド悪化の要因は、1) エネルギー価格上昇による購買力低下、2) 東日本大震災によるサプライチェーンの寸断、3) 米議会の債務上限引き上げ交渉の難航と米国債のデフォルト・リスクの顕在化。だが本質的な問題は、1)-3)を受けて消費・設備投資の抑制に走る家計と企業の脆弱性だった。金融危機後の各部門の調整が終わっていない中で、景気の先行きへの懸念が浮上すると家計と企業は保守的・防衛的な対応に傾きやすく、その結果として本当に景気が低迷する。
- 逆に11年秋以降は、エネルギー価格の低下とサプライチェーンの修復で1)と2)が解消、3)も交渉妥結から時間が経過するとともに危機感が低下、米国の財政赤字削減問題が、欧州債務危機とは逆に短期的な問題ではないとの認識が広がった。その結果、家計も企業も景況感は、過度に悪化した水準からの修正が進み、最近では11年春並みの水準まで戻った。ただし、金融危機後の調整はまだ残り、今後の欧州債務危機の行方への懸念も残ることから、家計・企業ともに楽観にまでは転じていない。

ISM指数とNFIB指数の推移



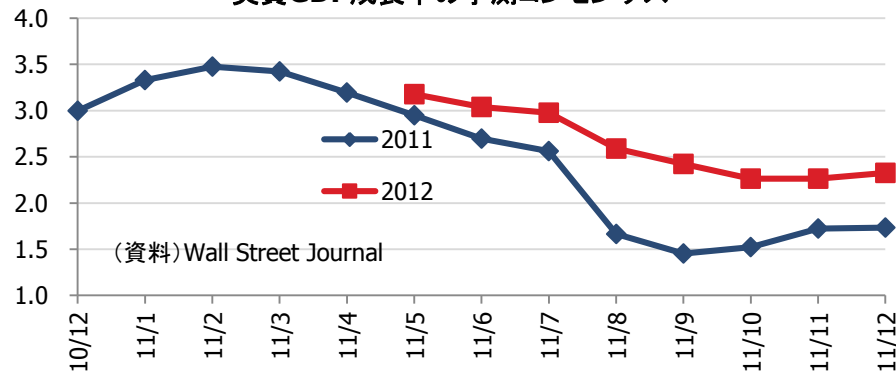
消費者信頼感指数・景況感指数の推移



主要企業の設備投資見通し



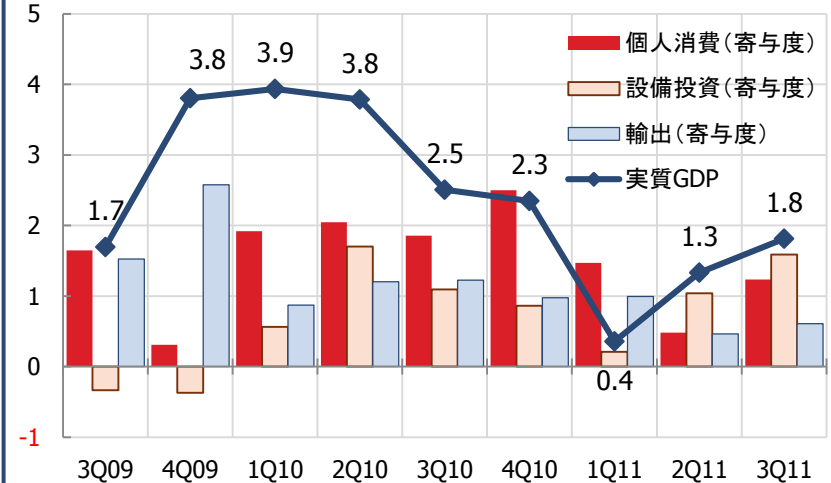
実質GDP成長率の予測コンセンサス



# 1-2. 現状：過度の悪化の修正、年末は景気回復に一時的に弾みつく

- 11年秋の米景気は、前半の懸念材料の縮小が進んだこともあり、家計・企業が夏までのマインド悪化を個人消費・設備投資に反映させず、安定的なペースでの回復を持続。
- 11年末にかけては、景況感の急速な回復と景気後退リスクの低下が同時に生じて、個人消費と設備投資に弾みつく。消費は所得を超える伸びを貯蓄を抑えることで実現。11年4Qの実質GDP成長率は3%超に達する見通し。
- ただし雇用回復のペースは緩やか。経済活動も景気後退に陥る水準をわずかに上回っている程度との見方もあり、このまま回復に弾みがつくとの見方は少ない。
- 問題は、これから新たなショックが生じる場合に衝撃を吸収して失速を回避できる余裕が、依然として今の米国経済にないこと。
  - 欧州債務危機が一段と深刻化する場合
  - 給与税減税と失業保険給付延長等の政策は、11年12月の期限寸前で、オバマ政権・民主党と共和党が2カ月延長に合意。12年の早期に年末までの再延長が決まる見通し。万一議会の審議難航から再延長が無理になれば、脆弱な家計部門にダメージ与える。

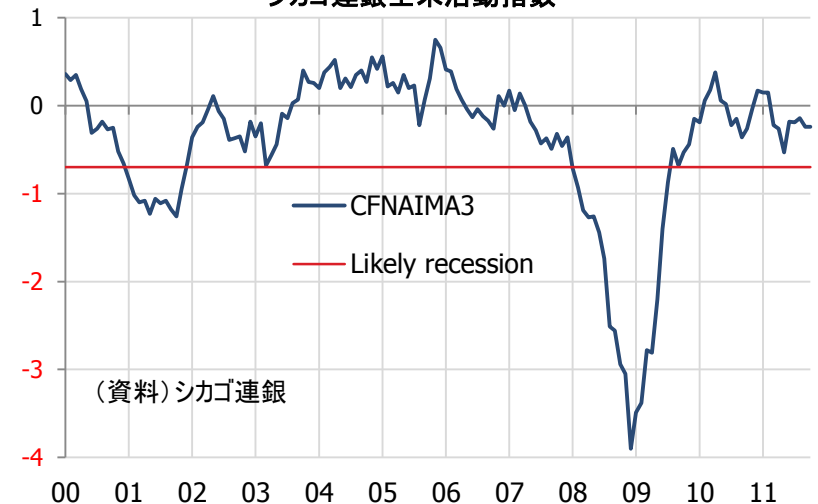
実質GDP成長率の推移



就業者数の推移(前月差、1,000人)



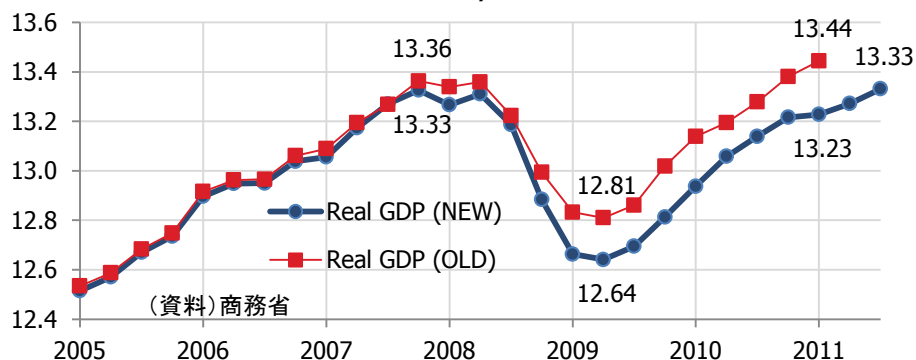
シカゴ連銀全米活動指数



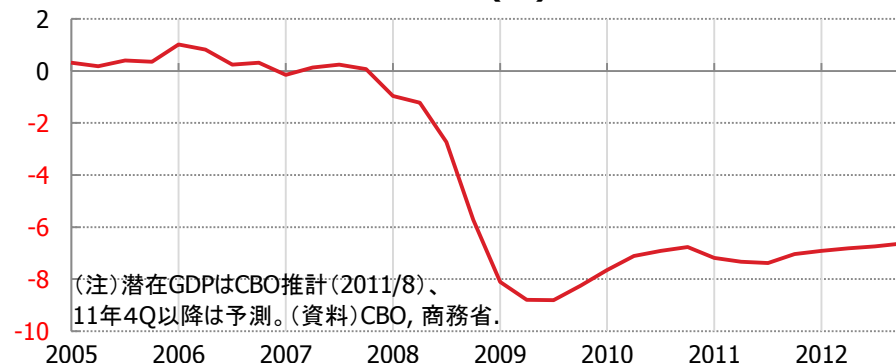
## 2-1. 金融危機の後遺症：深い傷、景気に強い下押し圧力掛ける

- リーマン・ショック後の09年央までの景気の落ち込みが従来の認識よりも激しかったことが、2年後の11年夏になって判明。その後の回復のペースも従来の認識よりも緩慢であったことが分かり、07年4Qに記録した実質GDPのピークが更新されたのは、それから4年近く経った後の11年3Qだった。
- 09年央の景気の谷が深く、その後の回復も緩やかであったため、GDPギャップは景気回復が始まってから2年近くが経った最近でも7%強の高水準のまま。米国経済が近年にない供給超過の状態にあり強いデフレ圧力が発生し続けているため、エネルギー価格が上昇しても他の財・サービス価格に波及しない。雇用回復になかなか弾みが見つからないのも当然である。
- 新車販売、住宅着工など回復傾向にはあるが、金融危機前のピークから極端に落ち込んだままの市場も散在。米国も「金融危機を経験した経済の回復には数年を要する」との過去の経験則が当てはまることになりそうである。さらに、危機前から存在していた米国の構造問題が危機とその後の回復の遅れによって大きくなっている可能性もある。

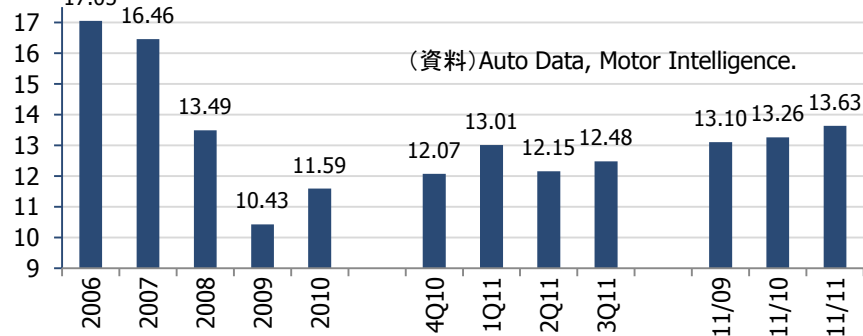
実質GDP(兆ドル, 季節調整済)



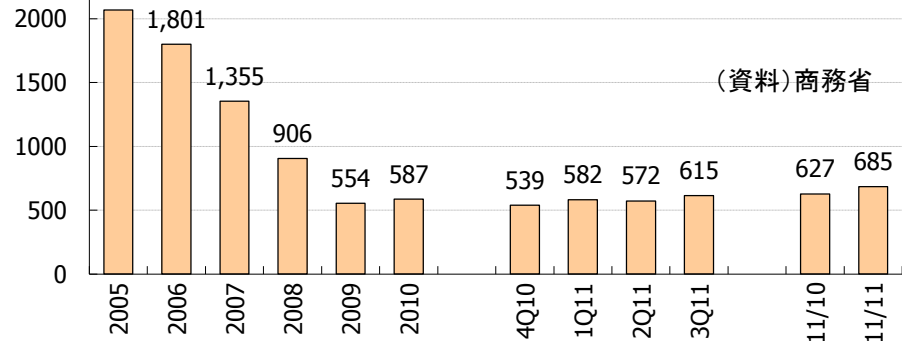
GDP ギャップ (%)



新車販売台数(年率換算、百万台)



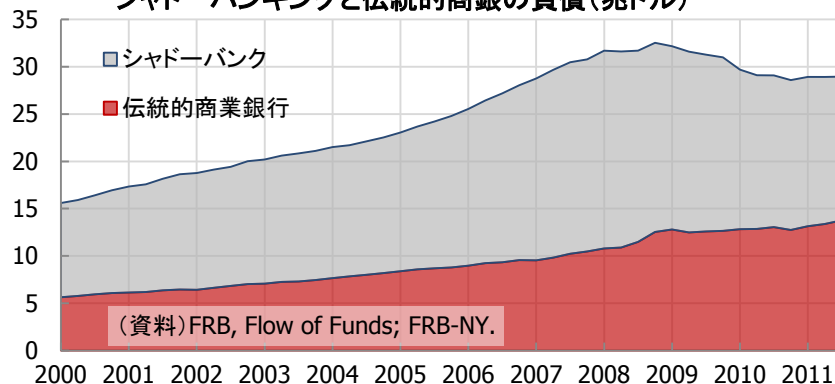
住宅着工件数(年率換算、1000件)



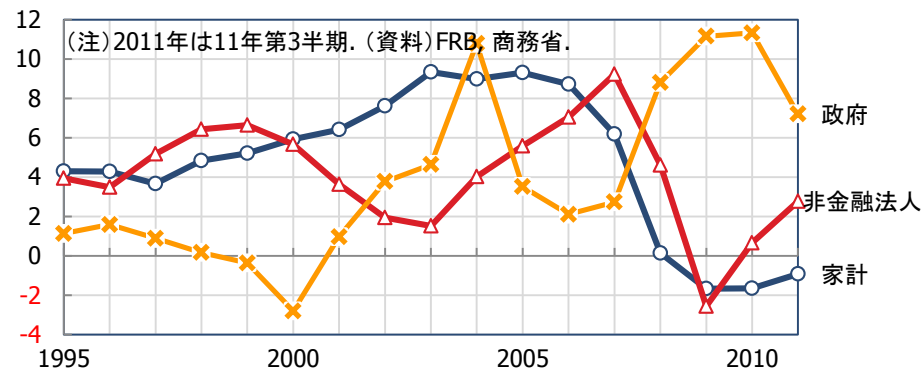
## 2-2. 金融危機の後遺症：続くデレバレッジ、家計は債務返済優先

- 金融危機前の金融機関、家計、企業による過大なレバレッジが限界に達して08年秋にリーマン・ショック発生。そこからは逆にデレバレッジが発生して現在まで継続。金融システム上では、金融当局の監視対象外のシャドーバンキングがレバレッジとデレバレッジの双方を膨らませている。
- 金融機関はリーマン・ショック後、貸出圧縮に走り、家計と企業の借入は急減、債務残高は縮小。特に家計部門は、危機前こそ債務拡大とともに個人消費の高い伸びが続いたが、逆に危機後に債務削減が始まると購買力は抑制され、個人消費には強い下押し圧力が掛かり続けている。
- 一般に家計・企業の債務圧縮が進む経済では景気が悪化して、財政赤字と政府債務が増大する傾向がある。景気の落ち込みを緩和するための一時的な積極財政のほか、税収減も債務増大に拍車。米国も09-10年はGDP比10%を超える借入が続き、政府純債務は11年度にGDP比70%台に到達。次に控える財政再建が景気に下押し圧力を掛けることも、金融危機後の景気回復に時間がかかる一因である。

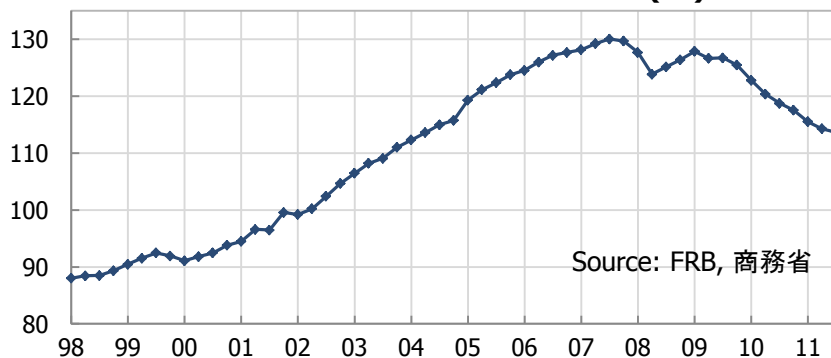
シャドーバンキングと伝統的商銀の負債(兆ドル)



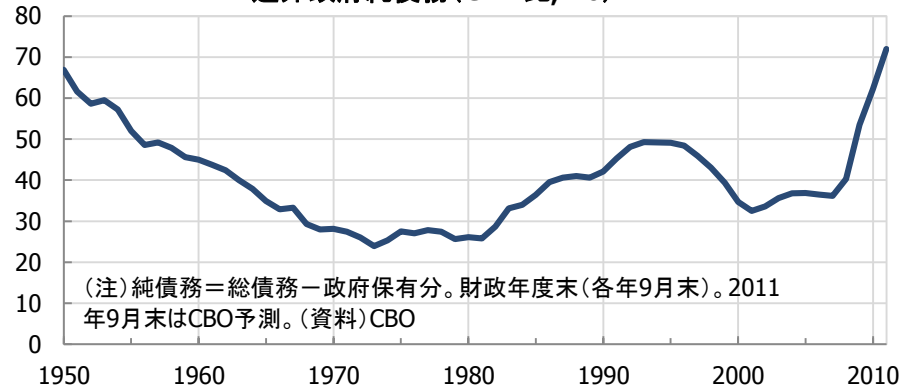
家計・非金融法人・政府の純借入(対GDP比, %)



家計部門の債務残高／可処分所得比率 (%)



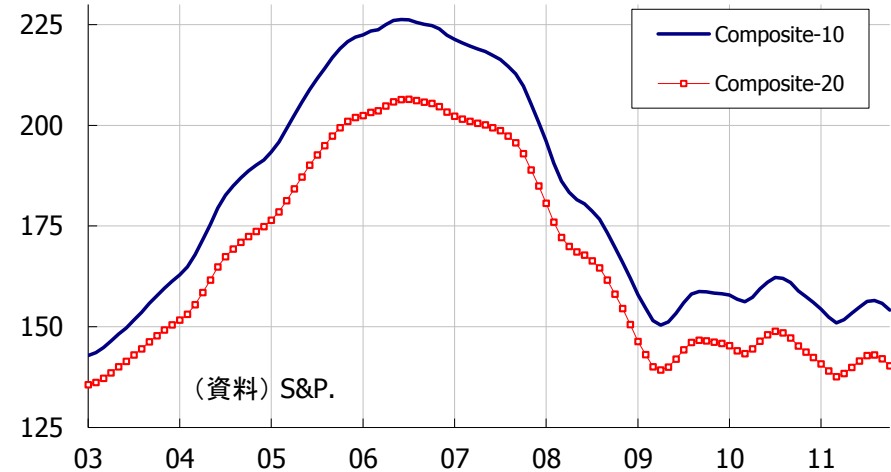
連邦政府純債務(GDP比, %)



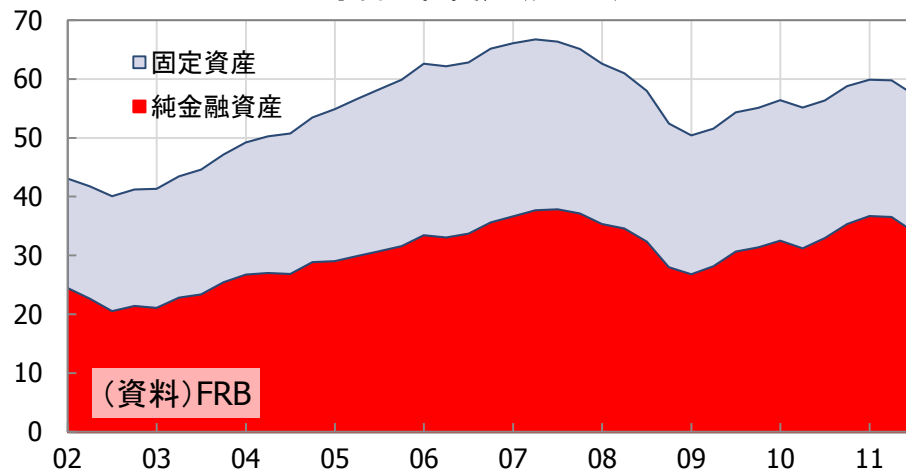
## 2-3. 金融危機の後遺症：目減りしてまだ戻らない個人資産

- 11年9月末現在、家計部門の総資産はピーク(07年6月末)から14%強も目減りしたままである。
- 金融資産は株価回復で6月末にはピークに迫ったが、その後の株価下落により再び1割強も目減り。住宅が大半を占める固定資産は2割強の目減りを残したまま。住宅価格下落には歯止めが掛かっていないため、今後も縮小が続く恐れが残る。
- 金融危機前は総資産の増大に応じて負債が増大、個人消費と住宅投資の伸びを加速させた。逆に危機以降は資産の目減りによって、必要な債務の削減額が膨らみ、個人消費と住宅投資に強い下押し圧力が掛かり続けている。
- 中間層以下では、住宅が総資産の中心を占めていることが多いため、総資産の目減りの割合が、高所得層・富裕層よりも大きい可能性が高い。上記の資産減少は中間層以下をより圧迫しているとも考えられる。

S&P・ケース・シラー住宅価格指数 (2000/1=100)



家計の総資産(兆ドル)



ダウ工業株30種平均

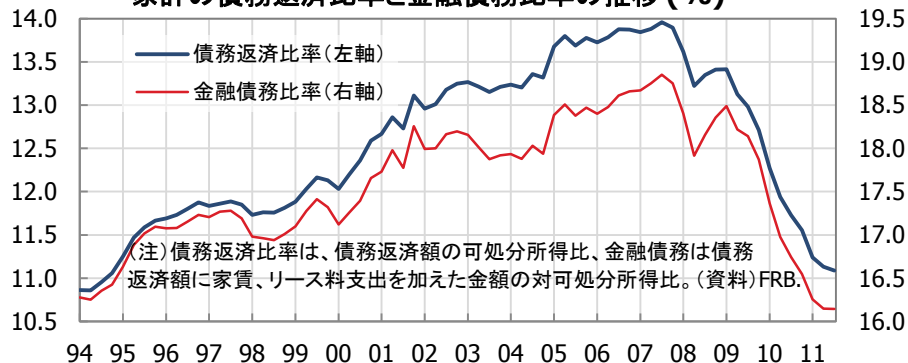




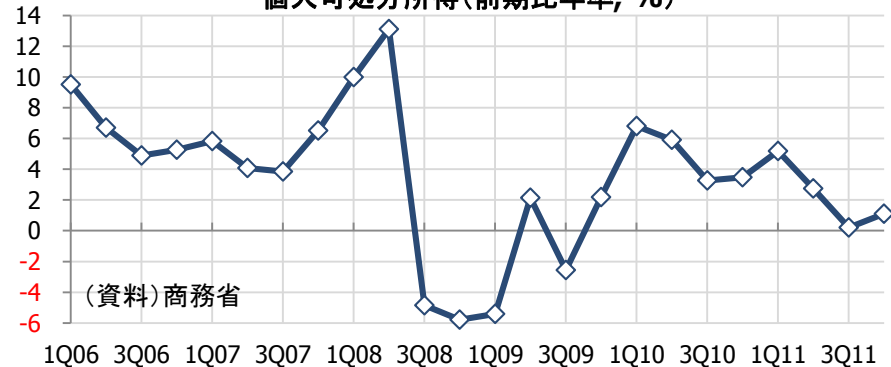
## 2-4. 金融危機の後遺症：まだ続く家計のバランスシート調整

- 家計の債務調整は着実に進展し、11年3Qの債務返済比率は90年代半ば以来の低さを記録した。家計のフローに限れば、債務返済の負担は相当軽くなり、既に消費を抑える要因ではなくなっている。個人可処分所得も、危機以降は減税など危機対策・景気刺激策の効果が大きいものの、緩やかな伸びを持続。
- しかし金融資産が目減りにより、債務が減っても家計の純資産はピークより15%近く低い水準になっている。家計は債務返済負担の軽減にもかかわらず、依然として積極的に個人消費を拡大できる環境ではない。一定の貯蓄を続けて金融資産を積み増し、自らのバランスシートを改善することが必要な状態が続いている。債務調整と資産積み増しにはもう少し時間が必要と思われる。
- 厳しい雇用所得環境の継続も見込まれるため、消費の制約要因が消えて自律的な伸びを取り戻すには相当の時間が必要。所得階層別では、資産が目減りの割合が大きいと推定される中間層以下により負担をかけている可能性が高い。

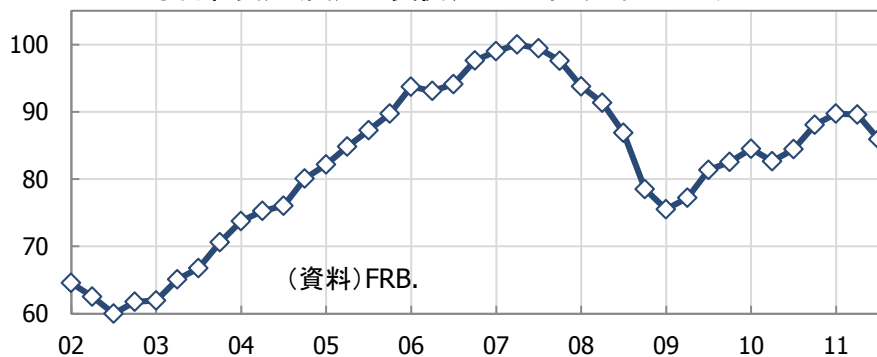
家計の債務返済比率と金融債務比率の推移 (%)



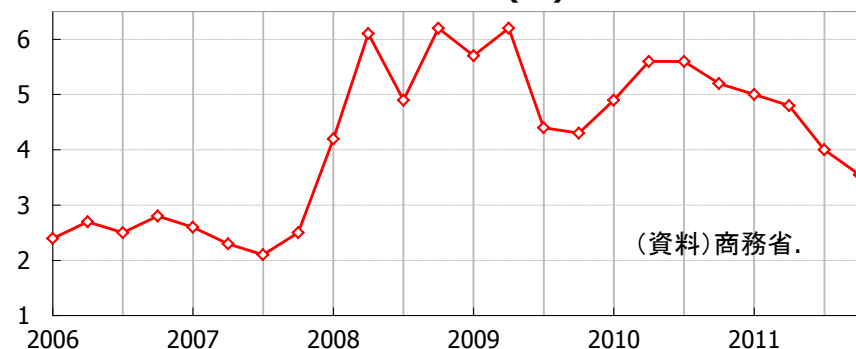
個人可処分所得(前期比年率, %)



家計純資産(資産－負債、2007年6月末=100)



個人貯蓄率 (%)

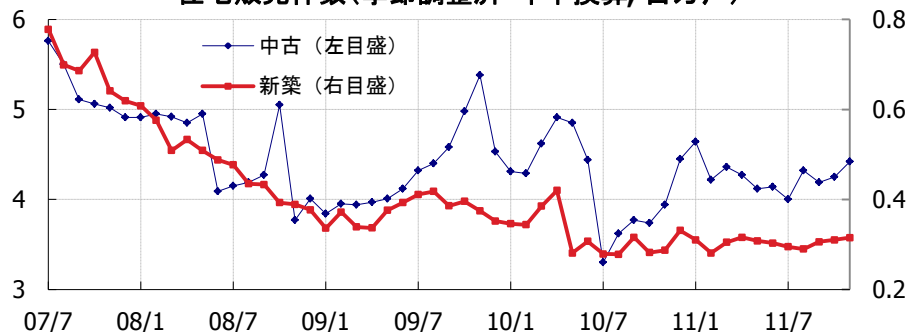




## 2-5. 金融危機の後遺症：低迷続く住宅市場、超金融緩和が届かず

- 過去の景気回復では、金融緩和に反応しやすかった住宅投資が初期の牽引役を担うことが多かった。しかし今回は、住宅投資が沈んだまま低迷が長引き、最近になってようやく回復の兆しがみえたところ。それでも景気回復を牽引するには程遠い水準。住宅ローン金利は過去最低を記録しているが、需要を十分には喚起できない状態が続いている。
- ここまでの住宅市場の低迷の原因の一つは、大幅な供給超過の発生。中古住宅の在庫率は適正水準の6カ月からかけ離れた水準が続き、ようやく10月に7カ月まで低下。だが差押物件など「隠れ在庫」は5カ月分あり、事実上の在庫は12カ月との見方もある。もう一つは金融機関の融資姿勢が厳格であり続けたため、4%前後の金利で融資を受けられる個人が多くないことである。FRBのこれまでの追加緩和等の効果はローン借換え希望者や住宅購入希望者まで十分に届かない状態が続いてきた。
- 膨大な在庫が住宅価格を押し下げ、債務超過物件（ローン残高＞資産価値）が増加する状態が続いている。同物件は金融機関にローン借換えを拒否されやすいため、金利低下の効果が十分に及ばず、家計の住宅ローンからの債務調整もなかなか進まない。また債務超過への転落は雇用低迷と相まって住宅ローンの延滞・差押物件が増える原因であり、その先には在庫の増加、価格に追加的な下押し圧力が掛かり、債務超過物件の一層の増加という悪循環が待っている。これを止めるには、金融機関の融資基準の緩和など政策対応が必要であり、ようやく一部が着手されたところ。

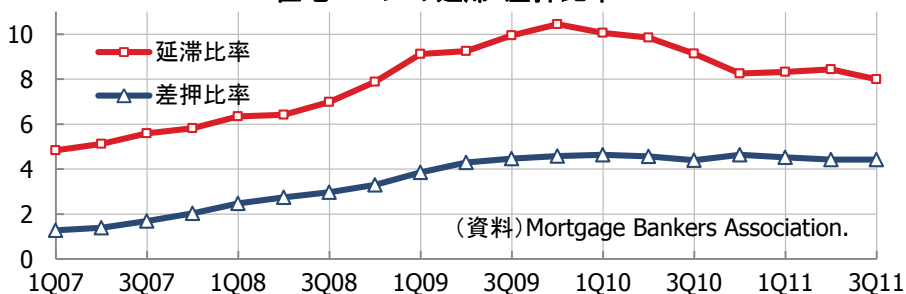
住宅販売件数(季節調整済・年率換算, 百万戸)



中古住宅在庫率（月数）



住宅ローンの延滞・差押比率



住宅ローン金利(30年固定, %)

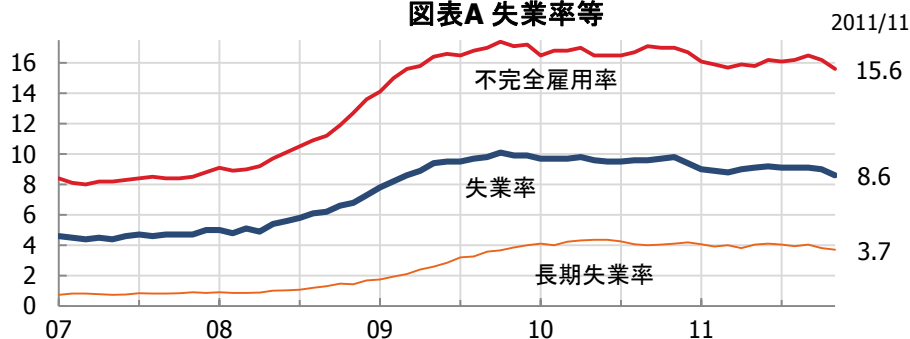


# 3-1. 雇用問題: 戻らない雇用、人口増加が経済の重荷に

## □ 歴史的な高失業の発生とその長期化の恐れ、自然失業率の高止まりへの懸念、人口増加が社会を不安定化させる恐れが強まる

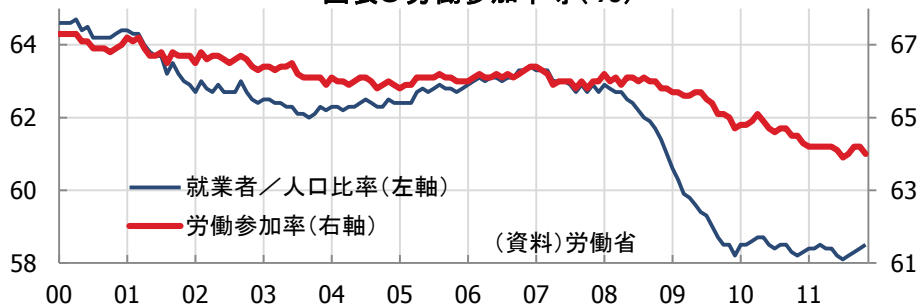
- 11年は春から夏にかけて失業率のほかにも不完全雇用率、長期失業率も再上昇、厳しい雇用情勢を反映した(図表A)。増加した長期失業者は、スキルの劣化が避けられず、これから景気回復が進んでも雇用の機会を得られにくい可能性が高い。循環的であった失業者数の増加が構造的な増加に転化しつつある表れであり、今後の自然失業率の上昇と潜在成長率の低下を招く恐れもある。
- 現在、「働き盛り」の25-54歳の男性の5人に1人が働いていない(図表B)。同雇用者・人口比率は1960年代の95%前後から長期低落傾向を辿りつつ、金融危機後に急低下。労働参加率も同様(図表C)。長期トレンドが金融危機・景気後退で加速して大量失業が発生。危機前までの女性の労働力化・就業増加のトレンドも危機後は頭打ちになったため、家計の雇用所得環境の悪化はより大きくなった。
- 2000年代(2000-09年)は16歳以上人口が2800万人増えたのに、雇用は344万人しか増えなかった(図表D)。人口増加が需要増加をもたらすのは、90年代のように雇用増加を伴ってこそ。逆に雇用低迷が続く中で人口増加が続けば、貧困層と低所得層の増加が生じて中間層は増えなくなる。2000年代からの米国経済・社会は、人口増加が重荷になるという不安定な時代に入った可能性が高いことを認識する必要がある。11年秋に米国内に広がった反ウォール街運動はその反映であり、今後も類似の現象が発生する可能性は高いとみるべき。

図表A 失業率等



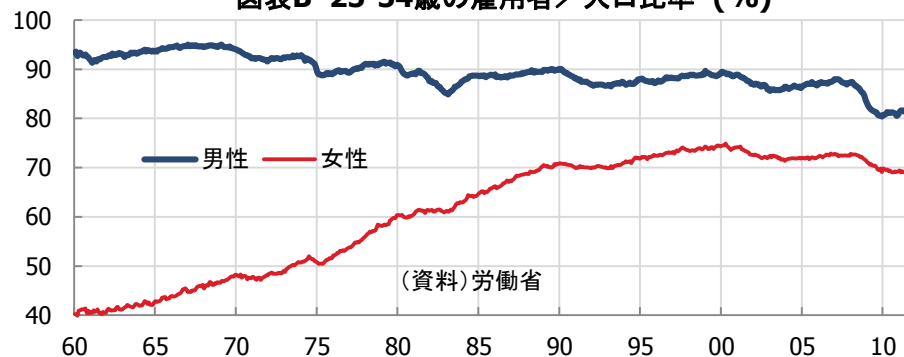
(注1) 不完全雇用率= (失業者+縁辺労働者+経済環境による短時間就業者) / (労働力人口+縁辺労働者)。  
(注2) 長期失業率は失業期間27週以上の失業者の労働力人口に対する割合。(資料) 労働省。

図表C 労働参加率等(%)



丸紅ワシントン報告 2011-20

図表B 25-54歳の雇用者/人口比率 (%)



図表D 年代別の人口・就業者・失業者の増減

年代	16歳以上人口	労働力人口	就業者	失業者	労働参加率	就業者・人口比
1960	19.45	12.63	13.40	-0.77	60.2%	58.1%
1970	30.81	24.63	21.19	3.44	63.9%	60.1%
1980	20.87	18.24	17.90	0.34	66.5%	63.0%
1990	21.67	15.68	16.69	-1.01	67.1%	64.4%
2000	28.09	13.00	3.44	9.56	64.7%	58.2%
2010	3.52	0.71	2.62	-1.91	64.0%	58.5%

(注) 1. 2010年代は11年11月まで。2. 比率は各年代末。

## 3-2. 雇用問題:回復しにくい企業の採用者数

### ■ 企業部門の余剰人員の調整は済んでいる

- 企業のレイオフ・解雇数は、リーマンショック後に急増したが09年1Qに早くもピークアウト。09年末には金融危機前の08年前半と同じ水準に戻り、10年以降は00年代後半の好況期をも下回る水準まで低下。景気の先行き懸念が生じた11年2Qには再びレイオフが増えたが、3Q以降は減少。
- 新規失業保険給付申請件数も09年3月にピークアウト。11年前半に再び増加したが、年後半は減少基調に戻り12月後半には08年6月以来の水準に低下。もはや人減らしはマクロでは発生していないといえる状態。

### ■ 回復の遅い企業部門の採用数、求人と求職者のギャップも

- むしろ現在の問題は企業部門の人員削減ではなく、採用数が増えないこと。民間部門の採用数は07年半ばから09年末まで2年以上も減少、その後は緩慢で途切れがちな回復にとどまっている。
- 民間部門の求人数(空席数)は09年央から着実に増加、11年10月には04年初の水準まで回復。採用数の回復の遅れとのペースの差は、採用数の緩慢な伸びの原因が企業の採用意欲の伸び悩みだけでなく、企業の求める人材と求職者のスキルのミスマッチ、求人と求職者のそれぞれ多い地域のギャップがそれぞれ広がっている可能性を示唆。二つのギャップを埋める働きかけがなければ、雇用は伸びない恐れがある。

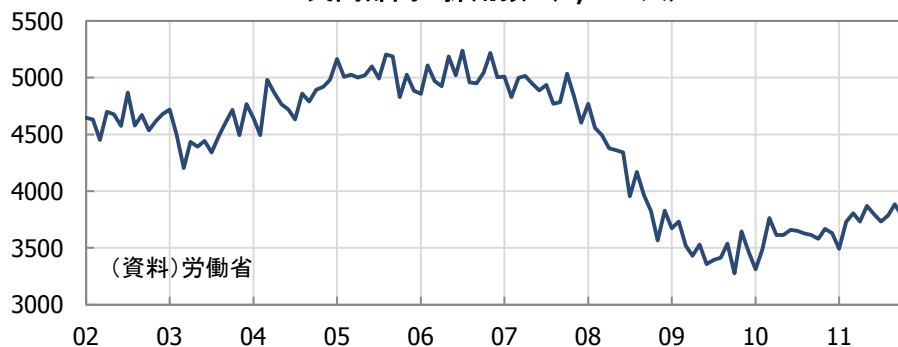
民間部門のレイオフ・解雇数 (1,000人)



失業保険給付申請件数(4週平均、1000件)



民間部門の採用数 (1,000人)



民間部門の求人(空席)数 (1,000人)



### 3-3. 雇用問題：進む省力化、技術・資本集約型経済へ移る米国

#### □ 省力化の進展から、米国は+1.7%以下の低成長では雇用が減る経済構造に

- 100万ドルの実質GDP(=付加価値)の創出に要する就業者数は、2000年の11人から2010年9.24人へ、10年間で1.76人、1年当たり1.7%ずつ減少。技術革新の進展やそれを反映した労働生産性の上昇が要因であり、当然の結果ではある。
- 必要な就業者数の減少は、コンピューター等の製造が20人強で突出。これと情報サービス業(5人弱)は容易に理解できるが、それ以外にも繊維(12人強)や農林水産業(3人強)、小売業(3人弱)など業種を超えて広範に広がっていることに注意が必要。特定業種にとどまらず、米国経済全体で効率化が進んでいる表れ。
- 逆に言えば、米国経済は、毎年の実質GDPの成長率が1.7%以下であれば雇用は伸びない構造になっている。同成長率が1.7%を上回っていた2003-07年の間は、この問題が顕在化せずに済んだが、08年以降はマイナス成長はもちろん、プラスでも低成長なら雇用は減るという問題が顕在化。
- 省力化と人口増加の二つの基調は、米国の景気と雇用の両方を安定させるために必要な経済成長率を引き上げる。最近の16歳以上人口の前年比増加率は0.7%強。これに上記の年間1.7%の雇用減少の圧力を合わせると、雇用安定に必要な実質GDP成長率は2.5%以上。さらに足元の多数の失業者を減らすために必要な成長率となれば3%強であろう。

#### □ 労働集約型から技術・資本集約型へ、米国の産業・企業・工程がシフト

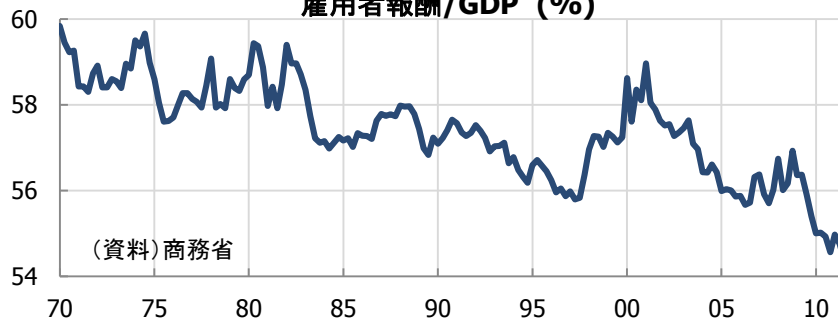
- 企業収益のGDP比が過去最高、雇用者報酬のGDP比が過去最低を記録する現実。足元の景気回復において設備投資は堅調に拡大。雇用の停滞と両面から考えると、米国経済の技術・資本集約型への移行が金融危機後に加速している可能性が考えられ、中間層の減少、富裕層・高所得層への富・所得・消費の集中を促進している可能性もある。

実質GDP・100万ドルあたりの就業者数(フルタイム換算)

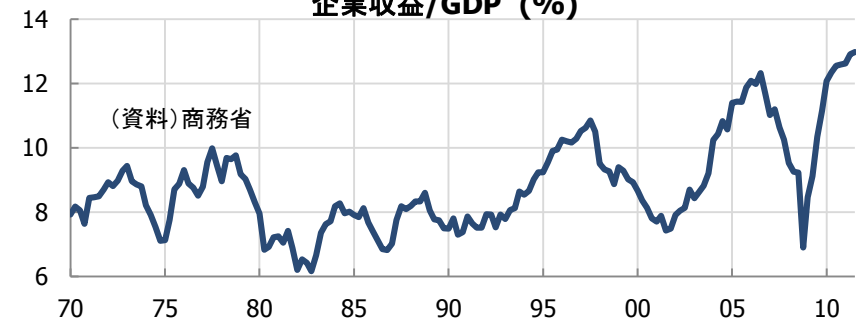
	2000	2005	2010	2000/2010	
				差	増減率
全産業	11.00	9.94	9.24	-1.76	-1.7
民間部門	10.66	9.57	8.85	-1.80	-1.8
農林水産・狩猟業	11.28	8.16	7.92	-3.36	-3.5
鉱業	2.20	2.86	2.74	0.54	2.2
建設業	10.16	12.00	12.42	2.25	2.0
製造業	12.19	8.89	7.00	-5.19	-5.4
耐久財	14.44	10.04	7.25	-7.20	-6.7
コンピューター等	22.81	7.05	2.68	-20.13	-19.3
自動車・部品	13.90	9.73	13.01	-0.89	-0.7
非耐久財	9.60	7.43	6.58	-3.02	-3.7
繊維	27.50	18.00	15.21	-12.29	-5.7
卸売業	9.16	7.74	7.58	-1.58	-1.9
小売業	17.25	16.08	14.45	-2.80	-1.8
運輸・倉庫業	13.23	11.35	11.13	-2.11	-1.7
情報サービス業	8.57	4.87	3.90	-4.68	-7.6
金融・保険業	6.42	5.72	4.97	-1.45	-2.5
不動産・リース業	1.28	1.27	1.13	-0.16	-1.3
ビジネスサービス業	12.33	10.94	10.19	-2.14	-1.9
教育・ヘルスケア等	16.71	16.57	16.34	-0.37	-0.2
芸能・娯楽・宿泊・外食	22.37	21.73	21.74	-0.62	-0.3
政府部門	12.68	12.53	12.30	-0.43	-0.3

(注) 増減率は1年あたり。(資料) 商務省

雇用者報酬/GDP (%)



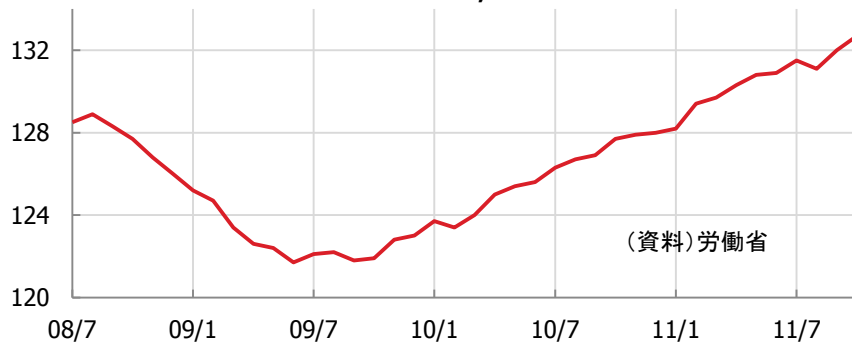
企業収益/GDP (%)



### 3-4. 雇用問題: 今後の雇用は緩やかに拡大へ

- 企業の総給与支払額を示す総合雇用指数は、11年に入り過去最高を更新して拡大中。人件費で見れば企業は着実に支出を拡大している。ただし、金融危機時に同指数は6%近く低下。歴史的ともいえる雇用調整が発生した後の回復であることを割り引く必要がある。危機以前の景気後退期は同指数が停滞する程度、最近の同指数の回復は企業の労働需要が危機前のトレンドから下方に屈折した緩慢な回復という新たなトレンド上を歩んでいることの反映としてみるべきだろう。
- このトレンドを再び上方に移動させるには、少なくとも3%超の高めの経済成長、前述の省力化による雇用縮小のトレンドを超えて労働需要が増える経済成長が続くと企業が確信できるなどの情勢変化が必要。2012年にそこまでの高い成長は無理。引き続き緩慢な雇用回復が続く、失業率は12年12月時点で8%台前半まで低下する程度とみる。
- 雇用回復が緩やかにとどまれば、家計部門の保有資産の目減りや債務調整という構造課題が残っている影響もあり、GDPの大半を占める個人消費の伸びに弾みが付かない。それを設備投資や輸出で補うことは無理である。やはり緩やかな景気回復というシナリオに蓋然性がある。

総合雇用指数(民間部門, 2002=100)



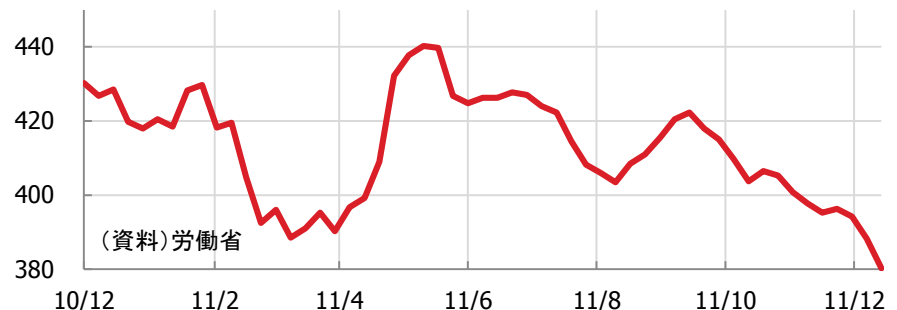
民間部門の週平均労働時間



時間当たり賃金(民間部門、ドル)



失業保険給付申請件数(4週平均、1000件)





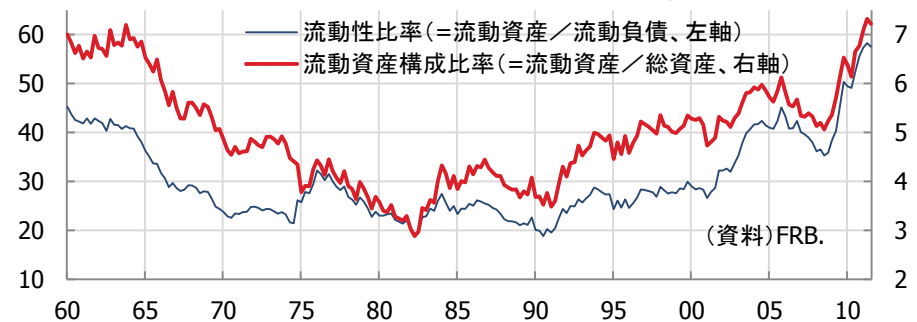
# 4-1. 企業部門：総じて健全、高収益・多流動性持続、慎重に動く

- 企業部門は10年1Qから7四半期連続で過去最高益を更新。就業者一人当たりの利益が金融危機前のピークを17%強も上回る現状からみて、雇用抑制は限界に近い状態での高収益のはず。(米国企業が雇用を拡大せずに収益を伸ばせるように構造転換が起きている表れとの見方もあるが。)
- 企業部門は危機前の債務残高が多くなかったが、危機以降は積極的にデレバレッジを展開(金融機関側の融資厳格化も影響)。その結果、1960年代以来の高い流動性比率を確保、流動資産も11年9月末時点で2.1兆ドルを突破。一方で資金過不足は大幅な超過が続く。多くの企業は機器・ソフトウェア投資には積極的になっているが、流動性の規模に比べれば投資の規模は小さく、慎重経営を続けているとの評価が適切である。
- 企業部門は2012年も高収益と多額の流動性を抱え続ける見通し。景気も個人消費も緩やかな回復との見方が多い中では、2011年までと同様に、設備投資は堅調、雇用は慎重な拡大にとどまり、景気を牽引する存在にはなりにくい。経営全般も欧州債務危機や新興国経済の減速に注意を払い続け、慎重の姿勢を維持していく可能性が高い。

企業収益(季節調整済年率、1兆ドル)



非金融法人部門の流動性比率・流動資産構成比率(%)



民間部門就業者一人当たり利益(ドル)

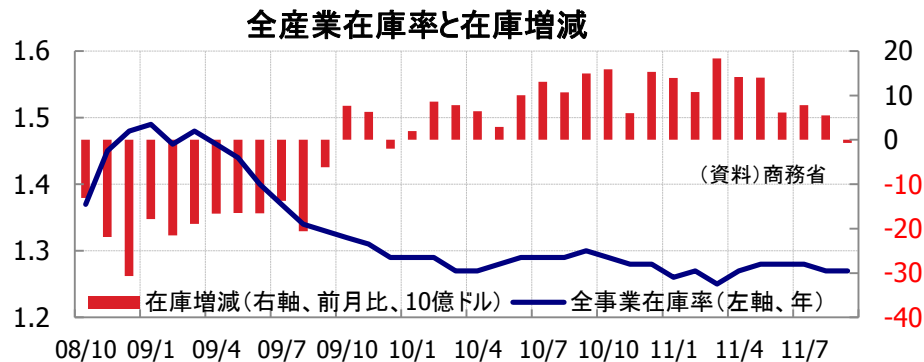
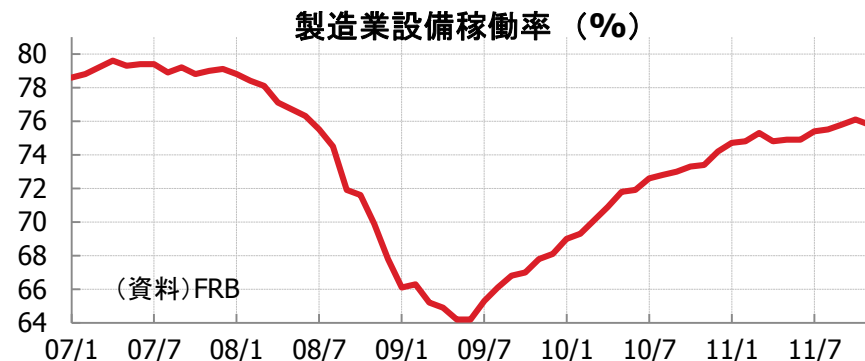
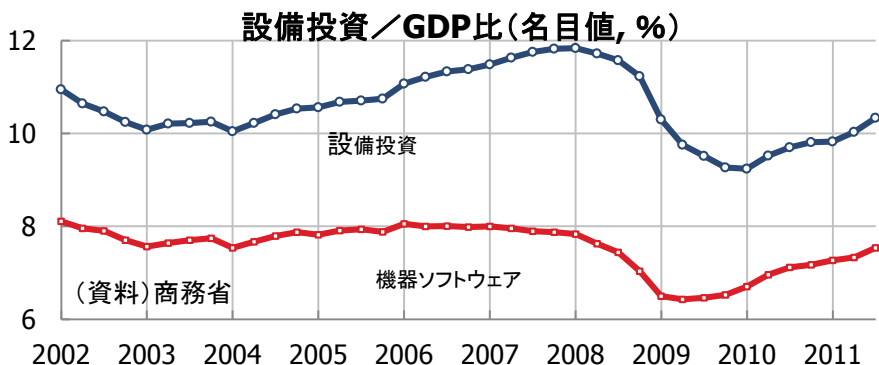


非金融法人部門の資金過不足(対GDP比, %)



## 4-2. 企業部門：今後の設備投資は堅調に推移へ

- 企業部門は11年に入って景気の先行き懸念が浮上する中でも、機器・ソフトウェア投資を堅調に継続。先行指標の非国防資本財受注（除く航空機）も足元でやや鈍化したが見通しに推移してきた。
- 12年に向けての企業の慎重な設備投資見通しは多少の上方修正が期待できる。設備投資のGDP比はまだ低位、過剰設備の発生リスクは極めて低いことも好材料。設備稼働率は足元でやや減速も回復傾向は損なわれていないことから、12年まで機器・ソフトウェア投資は堅調な拡大を続ける見通し。建設投資は長い低迷を抜け、安定的に拡大へ。ただ、設備投資全体が景気の牽引役を担うような高い伸びを続けることはことは無理。
- 企業の在庫率は低水準だが、11年は夏から秋ににかけて再び在庫削減の動きが発生。さすがに12年は積み増し局面が続く見通し。企業は雇用拡大には緩やかな拡大という姿勢を続け、年後半には建設投資も回復に転じ、設備・在庫への投資は慎重姿勢ではあるが、11年よりも順調に拡大の見通しである。





# 5-1. 展望：金融政策は超緩和維持、追加緩和はリスクシナリオ

- FRBは10年11月からQE2(追加緩和)を実施したが、株価上昇という効果を得られた程度であり、内需への波及は限定的。商品価格の高騰や新興国への資本の過剰流入等の副作用を指摘する声もあった。その後、景気はFRBの見通しから外れて停滞。FRBは11年9月FOMCで長期国債の保有比率を拡大する金融緩和強化策を導入、長期金利の低下を図る。市場では追加緩和が必要との見方もあったが、FRBは景気が再び回復傾向を強め、インフレ期待は2%近くを保ったことから、FOMCは11月、12月と続けて据え置き決定、今後の情勢次第で追加緩和の用意の姿勢を示すにとどめている。
- 12年も景気の緩やかな回復が続く下で、このパターンが継続される見通し。現状の超金融緩和がそのまま維持されて13年に入る見通し。長期金利は12年の緩やかな景気回復が13年にやや上向くとの見方と景気後退懸念の縮小を織り込んで、年後半に2%台半ばで上昇するとみる。インフレ(コア)は1%台後半のレンジで安定する見通しであり、金融政策には緩和・引き締めどちらの方向にも影響力を与えない。
- FRBが最も警戒しているのは、欧州債務危機の深刻化とその米国への波及。可能性は低いが、このリスクが顕在化する気配をみせれば、追加緩和の可能性が出てくる。

米国債利回りの推移 (%)



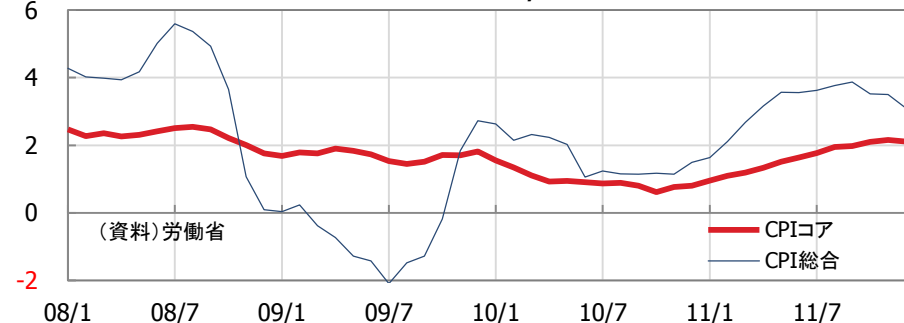
物価連動国債利回り (%)



ブレイクイーブン・インフレ率(国債10年, %)



CPI(前年同月比, %)



## 5-2. 展望:12年は前後半とも2%台前半の緩やかな景気回復へ

### ■ メインシナリオ:12年を通じて2%台前半の緩やかな景気回復続く

- 12年初の懸念材料であった「社会保障税減税と失業保険給付延長の11年末での打ち切り」のリスクが、11年12月下旬のオバマ政権・民主党と共和党の「2カ月延長で合意、年明けに12年末までの再延長へ協議再開」という交渉妥結でほぼ解消。二つの延長の12年の景気への影響は中立的。
- 12年前半は、企業部門の好調さから設備投資が機器ソフトウェア、構造物ともに堅調に拡大。個人消費は雇用の緩やかな回復と家計部門の債務調整という制約の下で安定的な伸びだが弾みはつかず。景気回復は年率2%台前半の緩やかな回復の持続へ。年後半は、家計部門の債務調整が進み、雇用環境も緩やかだが改善することを背景に個人消費の安定度が徐々に増す。一方で設備投資は順調な企業収益続くも、やや減速。景気は2%台前半の緩やかな回復続く。12通年も2%台前半の成長、13年もその流れを引き継ぐと予想。
- 12年は秋に大統領選を控えることから、議会での財政赤字削減の議論は事実上13年へ先送り。党派対立の下で追加の景気刺激策もなし。上記シナリオの景気回復が続けば、オバマ大統領の再選の可能性が高まる。ただ11月の選挙の後には、12年末が期限のブッシュ減税や13年1月から開始の歳出の強制削減の取り扱い、12年末が期限の上記の社会保障減税と失業保険給付延長の取り扱いなど重要課題の議会(レームダック・セッション)での協議が必要になり、混乱が生じる恐れが多少ある。

### ＜標準シナリオ＞米国の実質GDP成長率の推移

(前期比年率, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2009	2010	2011	2012	2013
実質GDP成長率	0.4	1.3	1.8	3.3	2.4	2.4	2.3	2.5	-3.5	3.0	1.8	2.4	2.2
個人消費	2.1	0.7	1.7	2.5	2.3	2.3	2.3	2.4	-1.9	2.0	2.2	2.2	2.0
設備投資	2.1	10.3	15.7	8.0	7.0	6.0	6.2	6.0	-17.8	4.4	9.0	8.1	6.5
住宅投資	-2.5	4.2	1.2	7.0	8.0	8.0	7.0	8.0	-22.2	-4.3	-1.6	6.6	5.0
在庫投資*	0.3	-0.3	-1.2	0.8	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.8	1.6	-0.2	0.1	-0.1
純輸出*	-0.3	0.2	0.4	-0.0	-0.4	-0.0	0.1	0.1	1.0	-0.5	0.1	-0.0	0.0
輸出	7.9	3.6	4.7	4.3	4.8	4.8	5.8	6.5	-9.4	11.3	6.8	4.8	6.5
輸入	8.3	1.4	1.2	3.8	6.5	4.0	4.0	4.5	-13.6	12.5	4.9	4.1	5.0
政府支出	-5.9	-0.9	-0.1	-1.5	-1.5	-1.5	-1.2	-0.6	1.7	0.7	-1.9	-1.2	-0.5

(注)\* 寄与度を示す。11年2Q以降が予測。(資料)米商務省

### 米国の主要指標見通し

	2011年	2012年
消費者物価(コア, %)	1.7	1.6
失業率(%、期末)	8.6	8.4
労働生産性(%)	1.0	1.3
住宅着工戸数(1000戸)	605	670
新車販売台数(百万台)	12.7	13.5
FFレート(%、誘導目標、期末)	0.00-0.25	0.00-0.25
10年国債(%、期末)	2.00	2.50

(資料) 商務省、労働省、FRB、財務省。

### × リスクシナリオ:欧州債務危機の深刻化など外的ショックの経路から景気失速

- 可能性は低いとみるが、欧州債務危機が深刻化して欧州系金融機関の信用収縮が加速する場合、米国経済も影響を免れず、景気後退に陥る。失業率も再び9%台に上昇。選挙戦が本格化する中で、財政による景気刺激は難しく、金融緩和の効果も限られる。11月の大統領選ではオバマ大統領の再選が非常に危うくなる。年初からの議会での社会保障税減税の年末までの延長交渉が、予想外に難航するケースもリスク要因の一つ。
- 米国経済の景気後退リスクは1割程度とみる。

### ● サブシナリオ:景気回復が加速、3%成長へ

- こちらも可能性は低いが、11年4Qの3%強の成長が12年1Qも続き、株価が上昇。家計の債務調整の必要性が低下して消費に弾みがつく。この場合は12年前後半とも3%成長が続き、GDPギャップが縮小、インフレ圧力が若干強まる。年後半には超金融緩和の段階的解除が視野に入り始める。

## 6. 財政赤字削減問題：党派対立の末に議会の機能不全で進展なし

### 1. 債務上限引き上げ交渉、期限寸前の8月初めに合意

- 米国債のデフォルト・リスクを市場に認識させる失態。上限引き上げと引き換えに今後10年間で9,170億ドルの歳出削減を即時決定。
- 議会に上下両院・超党派の特別委員会を設置し、1.5兆ドルの追加の財政赤字削減案(10年間)の策定を決定。特別委員会の削減案の策定期限11/23、議会の可決期限は12/23を設定。守れなければ13年初から21年末まで1.2兆ドルの強制的な歳出削減(トリガー条項)。

### 2. S&Pが政権・議会の中長期的な財政再建の能力を懸念、米国債を格下げ(AAAからAA+へ)



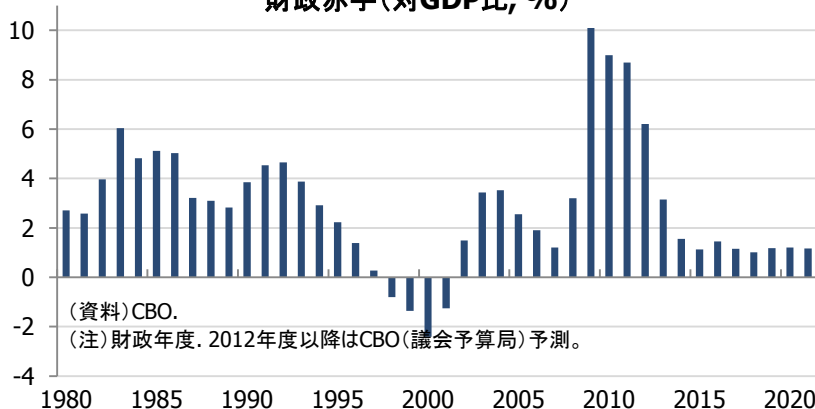
### 3. 特別委員会の協議決裂、強制的な歳出削減決定

- エンタイトルメント改革含む大幅な歳出削減を主張、増税を嫌う共和党と増税と歳出削減のバランスを求め、エンタイトルメント改革嫌う民主党の激しい党派対立、歩み寄りは僅かにとどまり、11/21に協議決裂。
- 先送りしても構わないと見切った両党。
  - 1) トリガー条項の設定の粗さ 2) 市場(2%前後の長期金利)も有権者(関心は景気と雇用に集中)も即時の財政赤字削減を求めている現状

### 4. 中長期の財政赤字削減の協議は13年以降へ先送り

- 財政赤字・公的債務残高の持続性回復には、4兆ドル規模の債務削減が必要。その4分の1すら妥結できなかった議会の機能不全は深刻。
- 国防費5000億ドル近くを含む強制的な削減が13年初から21年末まで実施へ。共和党に中止目指す動きがあるが、オバマ大統領は拒否。
- 中長期的な財政赤字削減の協議は大統領選後へ先送りへ。

財政赤字(対GDP比, %)



- 11年末の社会保障税減税等の取り扱いを巡る下院共和党の失策
  - 上院の民主・共和両党は12月中旬に2カ月延長で合意して可決、下院共和党は時間切れの迫る12月下旬に1年延長を求め、上院案を多数派の同党反対で否決。
  - 11年春の連邦政府一時閉鎖騒ぎ、夏の債務上限引き上げ交渉、秋の超党派委員会での財政赤字削減交渉に続く、今年四度目の下院共和党による瀬戸際戦術だったが、社会保障減税打ち切りのリスクを「人質」とした下院共和党は、「中間層への配慮のなさ」をオバマ政権と民主党はもちろん、上院共和党からも非難される。逆にオバマ大統領の支持率は再上昇。
  - 下院共和党は結局、妥協。2カ月延長で合意が成立したが、12年の大統領選・議会選を控えた共和党の政治的失点は大きかった。