

持ち直しに向かうアメリカ経済¹

内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（海外担当）付

小池 訓文・熊谷 優子

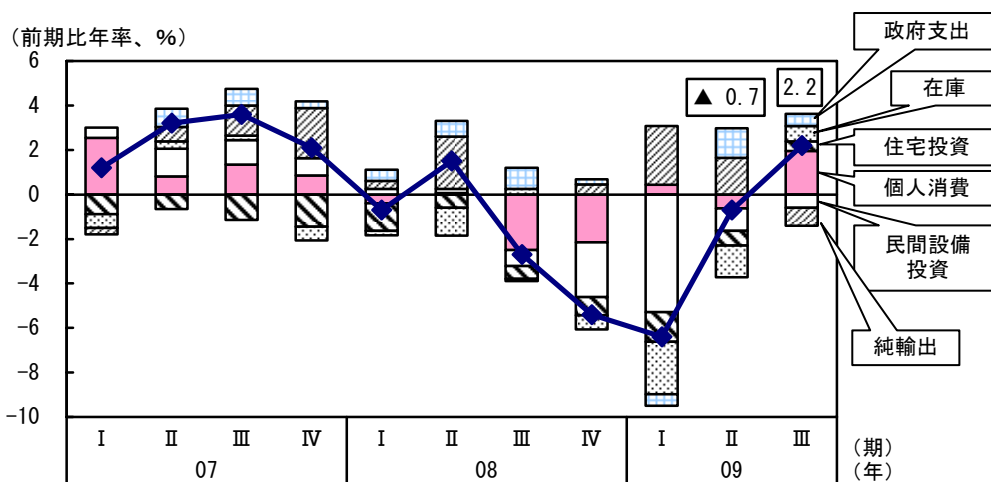
アメリカ経済は、09年1月に発足したオバマ政権による大規模な景気刺激策と金融安定化策の実施等により、08年後半以降1年にわたって続いたマイナス成長から脱し、09年7～9月期にはプラス成長に転じるなど、緩やかな回復に向かっている。しかしながら、こうした成長は一連の対策によってもたらされた一時的な押し上げ効果によるものであり、失業率の上昇や民間需要の不安定な動きが依然として継続するなど、実体経済の本格的な回復にはまだ至っていない。景気刺激策が縮小を始める10年度末（10年9月末）までに、アメリカ経済が自律的な回復に移行できるか、回復の持続性をどのように確保していくかが重要な課題となっている。

本稿では、アメリカ経済の現状について概観した後、景気回復を支える景気刺激策の進捗・成果を整理した上で、信用収縮並びに消費の動向から今後のアメリカ経済の回復の持続性について考察する。

1. 政策に支えられたアメリカ経済

アメリカ経済は、07年12月以降景気後退局面に入り、08年9月にはリーマン・ブラザーズ破たんを契機とする金融危機に見舞われた結果、08年の実質GDP成長率は前年比0.4%と、前回の景気後退期にあたる01年（同1.1%）以来の低成長となった。その後も、09年4～6月期までマイナス成長が続いたが、後述する政策効果により、7～9月期には前期比年率2.2%と5四半期ぶりのプラス成長に転じた（図1）。

図1 実質GDP成長率：景気は下げ止まり



（備考）アメリカ商務省より作成。

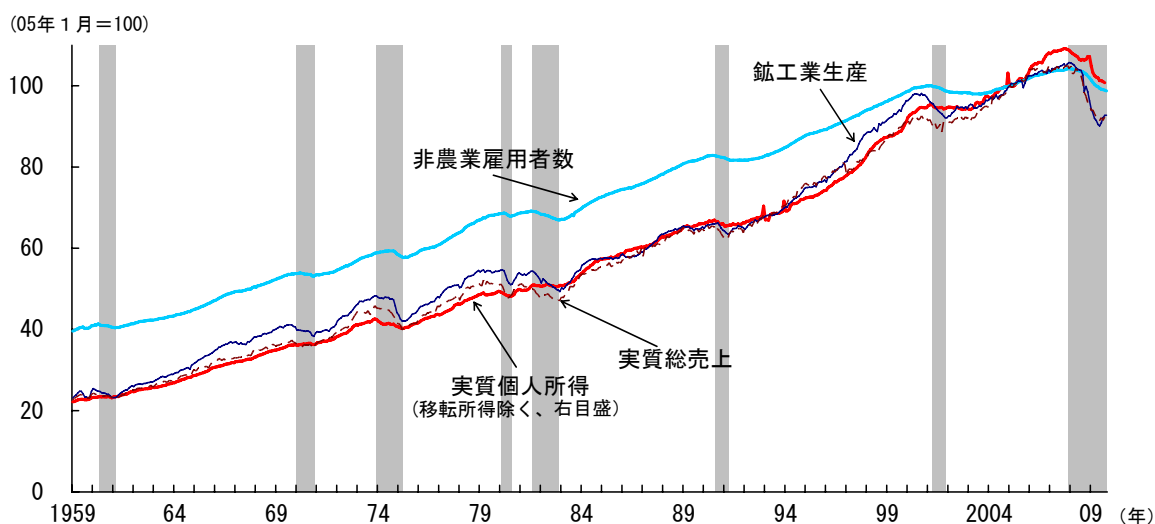
GDPの需要項目別の動きをみると、GDPの7割を占める個人消費は、雇用情勢の悪化に伴う所得環境の悪化等を背景に07年12月の景気後退入り以降減少傾向が続いたが、景気刺激策や09年7～8月に実施された自動車買換え支援策（通称 Cash for Clunkers）により、7～9月期には前期比年率2.8%と大幅に

¹本稿は、09年11月30日に公表された「2009年II 世界経済の潮流」を要約したものであるが、その後発表された統計情報等を適宜反映している。

回復した。住宅投資は、過去3年以上にわたり二桁の減少が続くなど低迷したが、住宅ローン金利の低下や住宅取得減税の実施を受けて7～9月期は大幅に上昇した。政府支出は、景気刺激策による公共投資の拡大などをを受けて、4～6月期以降プラス寄与が続いている。また、生産の動向をみると、こうした内需の緩やかな回復に向けた動きを反映して持ち直しており、09年7月以降、6ヶ月連続で前月比増となっている。

アメリカの景気循環については、全米経済研究所（NBER）で、実質GDP、鉱工業生産、雇用、実質所得、卸・小売売上高に基づき景気の山谷を判断している。今回の景気後退局面をみると、雇用者数、実質個人所得は減少傾向が続いているものの、実質総売上、鉱工業生産は09年半ばに底入れし回復基調に入っている（図2）。足元では、雇用者数は減少幅が減少傾向にあり、今後、実質個人所得と雇用者数がプラスに転じその他の指標も回復傾向が持続すれば、10年に景気の谷を迎える（あるいは既に迎えている）可能性がある。過去の景気後退局面をみると、ジョブレス・リカバリーとなった01年の景気の谷では、実質個人所得、雇用者数は景気の谷から1年以上のラグをおいて下降から上昇へ転換したが、今回の景気後退局面においても雇用の改善が遅れており、01年と同様の傾向がみられる。これは、今後、景気が回復局面に移行しても雇用の低迷が長期化する可能性を示唆している。

図2 景気一致系列の推移：ジョブレス・リカバリーとなった01年と同様の傾向



(備考) 1. アメリカ商務省、アメリカ労働省、連邦準備制度理事会（FRB）、コンファレンス・ボードより作成。
2. 「実質総売上」とは、製造業出荷高と卸小売売上高を合計したもの。

2. 景気刺激策の効果

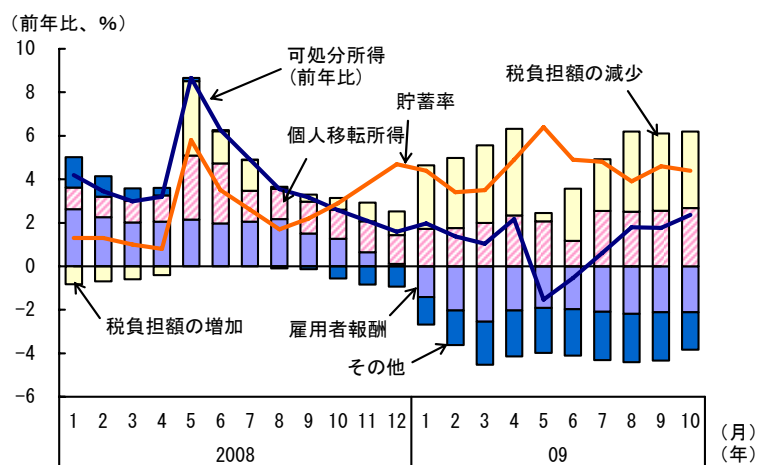
アメリカでは、09年2月に成立したアメリカ再生・再投資法に基づき、過去最大規模の景気刺激策（総額7,872億ドル、GDP比5.5%）が実施されている。09年度（09年9月まで）の歳出額は1,945億ドルとなり、このうち個人向け移転支出（541億ドル）、州財政支援措置（438億ドル）、所得税減税（318億ドル）等の実施が先行している²。大統領経済諮問委員会（CEA）によれば、今回の景気刺激策の実施により、実質GDP成長率は09年4～6月期に前期比年率2～3%、7～9月期には同3%前後の押し上げ効果があったと試算されている。

各措置の効果をみると、減税措置及び個人向け移転支出は、景気後退を受けて信用の収縮や所得環境が悪化する中、消費の急激な悪化を一定程度抑制したと考えられる。可処分所得（前年比）は、08年半ば以

² ローマーCEA委員長議会証言（09年10月22日）による。なお、10年1月13日には新たな進捗状況（<http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/microsites/100113-economic-impact-arrs-second-quarterly-report.pdf>）が公表されており、09年度の歳出額は1,789億ドルに修正されている。

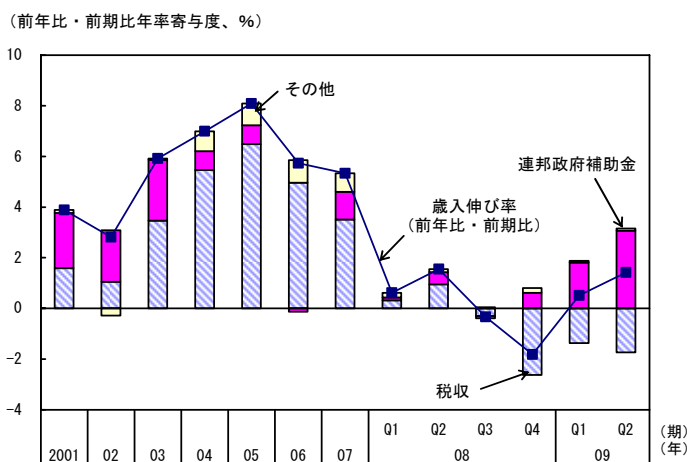
降増加幅の縮小が続き 09 年 5 月にマイナスに転じたが、減税及び移転所得の寄与拡大が雇用者報酬の減少の影響を相殺した結果、7 月以降は再びプラスに転じている（図 3）。これらの措置がなければ、可処分所得は大幅に減少していたことが予想される。一方、州財政支援措置は、景気後退に伴う州・地方の税収不足を補う役割を果たしており、財政の悪化に伴う負の影響を緩和している（図 4）。州・地方政府の多くで法律等により均衡財政が義務付けられているが、景気後退に伴う税収の低下から厳しい財政運営を強いられており、公共サービス縮減や雇用調整による歳出削減、増税等を実施する州が拡大している。景気後退局面におけるこれらの措置は経済の回復を遅らせるリスクとなるが、州財政支援措置はこうしたリスクを回避し、景気の更なる悪化を抑制したものと考えられる。このほか、09 年 7 月には総額 30 億ドル規模の自動車買換え支援策が実施され、8 月末までに約 68 万台分の新車販売の補助が行われており、7～9 月期の個人消費の拡大に大きく寄与した。

図 3 個人所得：政策措置は可処分所得を下支え



(備考) 1. アメリカ商務省経済分析局 (B E A) より作成。
2. 「その他」は資産収入等を指す。

図 4 州・地方政府歳入：税収低下を連邦政府補助金が補てん



(備考) アメリカ商務省経済分析局 (B E A) “National Income and Product Accounts Tables”より作成。

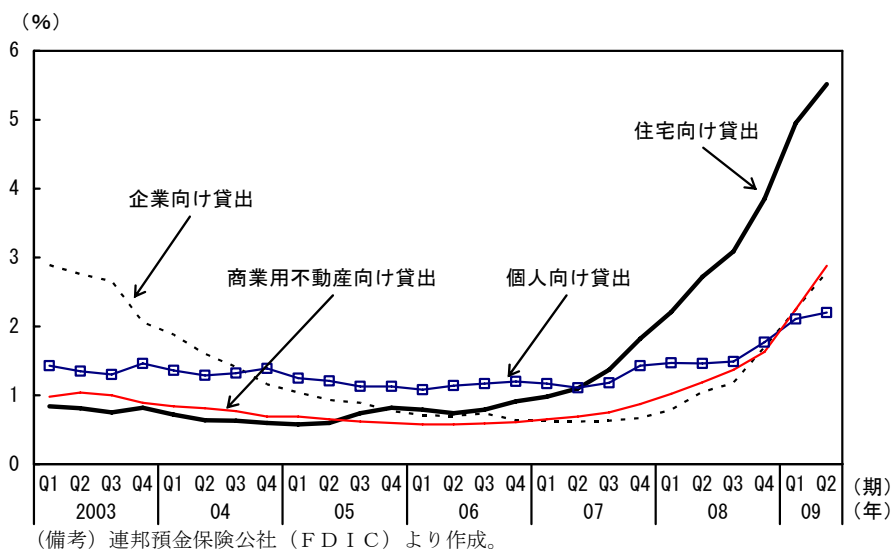
今後の景気刺激策の進捗について、10 年度 (09 年 10 月～10 年 9 月) の支出は約 4,000 億ドルと 09 年度よりも規模の拡大が見込まれるとともに、乗数効果の高い公共投資の執行が本格化することから、一層の景気押し上げ効果の発現が期待される。一方、11 年度以降は、景気刺激策の規模が大きく縮小するため、それまでにアメリカ経済が民需による自律的な回復の姿に移行できない場合には、景気が二番底を迎える可

能性がある。

3. 信用収縮の動向

アメリカ経済の下押し要因であるとともに先行きに係るリスク要因として、信用収縮の動向が挙げられる。実体経済については政策効果もあり持ち直しの動きがみられるものの、金融機関の不良債権比率は高水準となっており（図5）、貸出態度は引き続き厳しい状況にある。信用収縮の継続により、景気が低迷して企業収益や雇用が悪化すれば、企業の経営破たんの増加や家計向け貸出の返済の延滞を通じて不良債権が増え、金融機関の貸出態度がさらに厳しくなるといった悪循環に陥るリスクがある。

図5 不良債権比率：上昇が続く



消費者向け貸出については、08年秋の金融危機以降、総じて減少傾向が継続している。この背景には、家計によるバランスシート調整の継続に加え、消費者ローン延滞率の上昇や個人の破産の増加により、金融機関が融資の選別を強めていることも強く影響している。金融機関別の動向をみると、特に、商業銀行に次ぐ貸出規模である金融会社（消費者ローン専門のノンバンク）の貸出が大幅に減少している（図6）。商業銀行が預金を原資として貸出を行うのに対し、金融会社は市場性の資金に依存しており、08年秋以降の金融市場の混乱の中で資金調達が不安定な状況にある。こうした機関のローンの供給能力が低下していることも、貸出減少の一因となっている。

図6 消費者信用残高（機関別）：商業銀行・金融会社による融資の抑制が続く

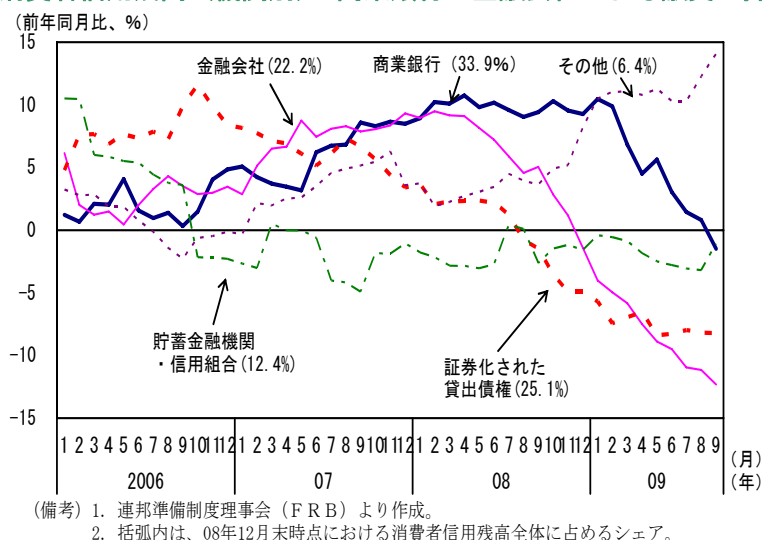
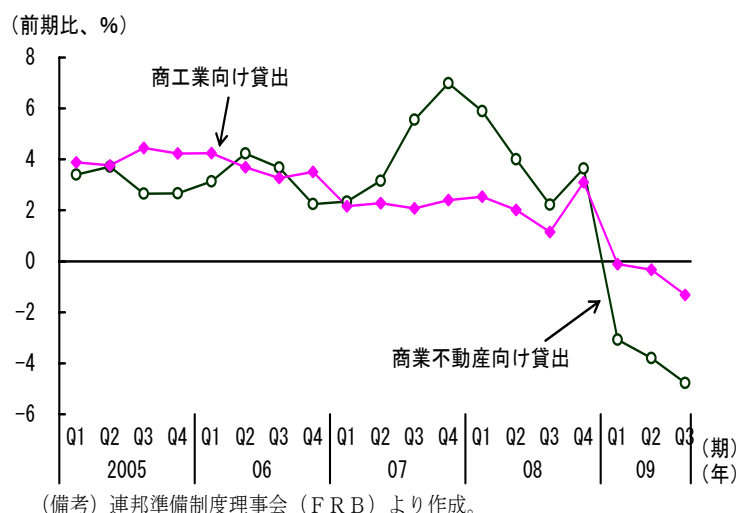


図7 商業銀行による企業向け貸出：09年以降、減少傾向を強める

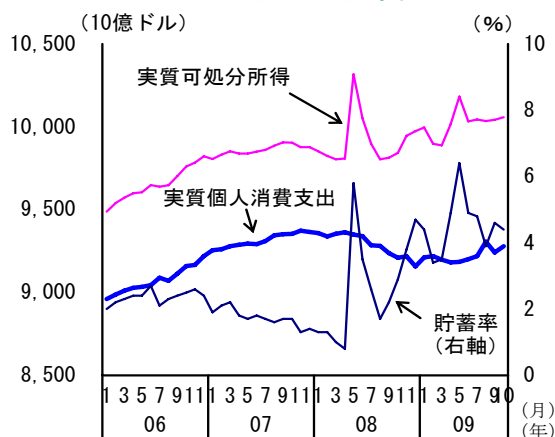


一方、企業向け貸出についても、09年1～3月期以降減少に転じ、減少幅は拡大傾向にある（図7）。需要面からみると、企業の生産活動は08年4～6月期以降09年4～6月期まで前期比マイナスが続いており、また設備稼働率は低水準にあることから、企業の設備投資意欲は非常に弱い状況にある。特に、商業用不動産向け貸出については、ローン延滞率の上昇や不良債権化が進行している。景気後退によるオフィス需要の縮小などから、商業用不動産の収益性が低下していることが背景にある。商業用不動産ローンの規模（既に証券化されたものも含め約2.6兆ドル）はサブプライム住宅ローンの規模（約1～1.5兆ドル）よりも大きく、ローンの主な貸し手である地方銀行の破たんが続いていることから、同ローンをめぐる今後の金融システムに及ぼす影響が懸念される。

4. 個人消費の回復の可能性

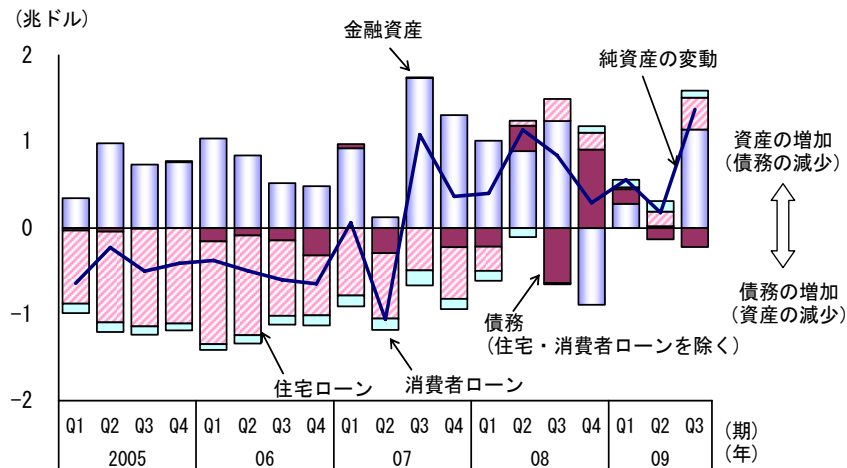
アメリカの個人消費はGDPの約70%、世界全体のGDPの約17%を占め、過去においては世界同時不況からの脱却をけん引するなど、アメリカ及び世界経済に大きな影響を与えてきた。今景気後退局面においては、金融危機の発生した08年後半に2四半期連続で年率3%を超える大幅減を記録したが、09年後半になると政策効果による下支えもあり、個人消費は緩やかに持ち直している（図8）。特に、09年7、8月には自動車買換え支援策により耐久財消費が大きく押し上げられた一方で、その後長期にわたって反動減が続くのではないかと懸念されたが、10月以降の自動車販売には持ち直しがみられ、非耐久財及びサービス消費でも幅広い分野で緩やかな増加傾向にある。

図8 個人消費



(備考) アメリカ商務省より作成。

図9 金融資産・負債の変動



(備考) 1. 連邦制度準備理事会 (FRB) より作成。
2. 数値は年率季節調整済、対家計民間非営利団体を含む。

しかしながら、個人消費を取り巻く環境は依然として厳しい。まず、家計ではこれまで資産価格の上昇を背景に資産と債務双方を拡大させてきたが、価格が下落に転じたことで資産が目減りし、純資産は大きく減少した。このため、家計はバランスシート調整の必要性に直面し、消費を抑制して債務の削減を行う必要に迫られている。こうした状況は08年以降の家計債務純減と貯蓄率の上昇・高止まりにみることができる(図9)。今後については、資産価格の持ち直しによってバランスシート調整のスピードが速まる可能性もあるが、債務残高は過去のトレンドからみても依然として過大な水準にあることから、引き続き調整が行われるとみられる。

一方、所得面においては、雇用市場の低迷によって個人所得が伸び悩み、消費マインド低迷の一因となっている。持続的な所得の安定・上昇には雇用環境の改善が不可欠となるが、今後の景気回復が「ジョブレス・リカバリー」となる可能性もあり、消費に対する慎重姿勢は当面維持されるとみられる。加えて、原油等の資源価格の回復に伴ってガソリン価格等が上昇傾向にあり、今後家計の実質可処分所得を下押しする可能性もある。

さらに、これまで個人消費の拡大を後押ししてきた消費者信用についても、08年7月をピークに残高の減少が続いている。背景としては、家計のバランスシート調整という需要側の要因に加え、金融機関が債務不履行への懸念や自らのバランスシート調整の必要性から、貸出態度を厳格化させていることが考えられる。消費者ローン延滞率の上昇や商業用不動産ローンの不良債権化等が続いていることを踏まえると、金融機関は当分の間厳格な貸出態度を保持するとみられ、従来のような借入による消費拡大スタイルに早期に回帰する可能性は低いと考えられる。

以上を踏まえて個人消費の先行きをみると、家計のバランスシート調整や雇用市場の低迷、信用収縮等が継続するとともに減税等の政策効果もはく落していくことから、周辺環境は厳しい状況が続くと考えられる。個人消費の自律的・持続的回復は、雇用環境の回復とそれに伴う所得増加を待つこととなり、過去の景気回復期に比べて相当程度緩やかなものになると見込まれる。

(こいけ・のりふみ)

(くまがい・ゆうこ)