

アメリカ経済の回復の動向

永田 雅啓 Masahiro Nagata

埼玉大学教養学部 教授

(財)国際貿易投資研究所 客員研究員

11月の中間選挙では、オバマ大統領の民主党が大敗して共和党が躍進し、経済政策の運営が一段と難しくなっているとされている。民主党大敗の主たる要因は現在のアメリカの経済状況にあり、特に失業率の回復が思わしくないことが大きく影響したようである。これまでもアメリカの経済状況は選挙の結果に大きな影響を与えてきたが、今後のアメリカ経済の動向は、単に経済そのものだけでなく、2年後の大統領選挙をも左右し、アメリカの政治のみならず国際政治にも大きな影響を与えかねない。本稿ではアメリカ経済の動向に関して、①過去の不況とどこが違うのか、②雇用は回復するのか、③今後、アメリカ経済が日本のようなデフレや長期的な停滞に入る可能性はあるのか、の3点に関して検討してみたい。

1. 過去の不況とどこが違うのか

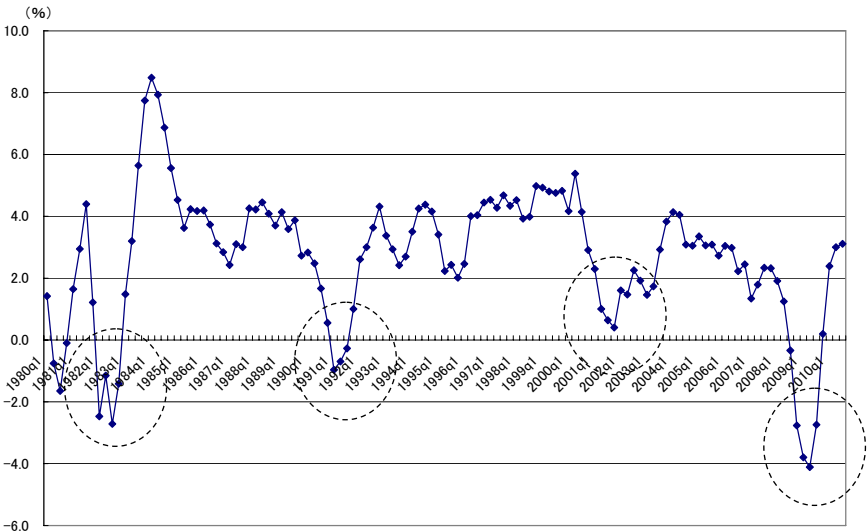
図1は、80年代以降のアメリカの実質成長率の趨勢を見たものである。80年代以降でアメリカが経験した不況は今回を含めて4回ある。第1は、レーガン政権の下での82年の景

気の落ち込みである。これは当時のボルカーFRB議長が主導する形でインフレを収束するために金融を引き締めたために生じたもので、その時点では大恐慌以来最悪の不況と言われた。次いで91年の景気後退はブッシュ(父)政権時代に生じたもので、これもインフレを警戒したグリーン

スパン議長が主導した 89 年頃からの金融引き締めの影響と湾岸戦争で将来に対する不安が増大したために生じたと思われる。3 回目は 01~02 年のブッシュ（息子）政権時代にかけて生じたもので、IT バブルの崩壊、エンロン事件などによる投資の冷え込みによって不景気を招いた。そし

て今回の経済危機では、サブプライムローン問題が予想外に広範囲の金融商品に波及して世界的な金融危機を招いた。図 1 から明らかなように、09 年第 2 四半期には瞬間的にマイナス 4% を超え、80 年代以降の景気後退では最も大きな落ち込みである。

図 1 アメリカの経済成長率の推移（対前年伸び率、1980-2010 年 3Q）



リーマンショック時には、100年に一度の不況とか、1930年代の大恐慌の再来も囁かれたが、結果的には図に示されるようにV字回復に近い急速な戻りを見せており、当時はこれほど急速な景気回復を予想する向きはほとんどいなかった。筆者の見解では、これは世界各国の財政出動に加えて、FRBが短期間で非伝統的な金融緩和措置を次々に打ち出した効果が大きかったと考えられる。また、30年代の経験から、保護主義に陥らぬよう各国が協調することが確認されたことも重要であった。確かにアメリカの失業率は高止まりしているが、当時もしも必要な政策を採らなかったら、現在のアメリカ経済は惨憺たる状況になっていた可能性を否定できない。

さて、今回の景気後退と回復の状況を80年代以降の他の3回と比較したのが図2(a)～(d)である。ここでは、需要項目ごとに経済成長率への寄与度を示してある。

(a) 1981年第3四半期～1984年第1四半期

82年の景気後退の主因は在庫の減少と住宅投資の減少であるが、回復期を主導したのは個人消費と住宅投資の拡大で、83年第2四半期からはそれぞれ年率4%前後、1.5%前後の成長が続いた。これは70年代からのインフレが収束し、レーガン政権下で明るい将来をアメリカ国民が期待したためだと考えられる。また、当時の平均消費性向は87%に過ぎず、消費が拡大する余地も大きかった。これらを受けて設備投資や在庫純増が貢献し、83年末から84年初頭にかけて年率8%の急回復を遂げている。

(b) 1989年第3四半期～1992年第4四半期

この時期の特徴は、89年頃からの金利の上昇を反映して設備投資や住宅投資が減少し、個人消費も低迷した点である。しかし、金利の低下に伴い設備投資と個人消費が急速に回復して景気回復を達成した。

図 2 (a) 景気変動要因 (1981 年ⅢQ～1984 年ⅠQ)

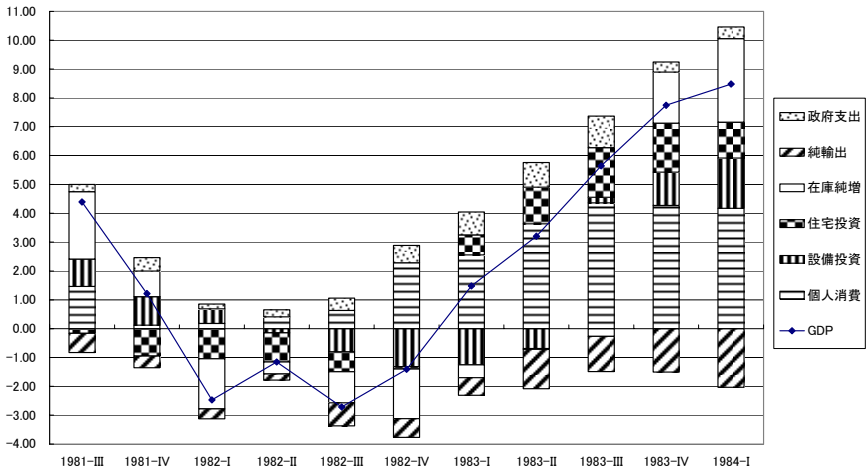
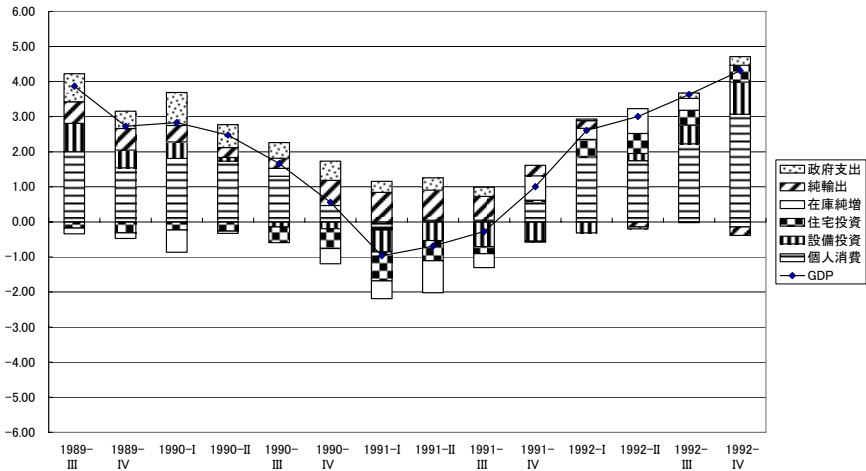


図 2 (b) 景気変動要因 (1989 年ⅢQ～1992 年ⅣQ)



(c) 2000年第2四半期～2004年
第1四半期

この時期の特徴は、ITバブルの崩壊等で投資が急減しているのに対し、不況期でも消費が伸び、これが景気の下支えをしている点である。これにはブッシュ政権による減税効果もあったものと考えられる。また、01年の9・11事件を契機として軍事関連を中心とした政府支出の拡大が1%程度景気を引き上げている。03年後半からは、金利の低下の効果もあって住宅投資の拡大が景気回復に寄与している。

(d) 2007年第3四半期～2010年
第3四半期

今回の景気の落ち込みの端緒は、サブプライムローン問題に示されるアメリカの住宅バブル崩壊にあるが、経済成長が2.5%程度で推移していた2007年第3四半期には住宅投資は既に年率マイナス1%程度の景気押し下げ要因になっており、リーマンショック前後でもその状況が特に悪化した様子は見られない。むしろリーマンショック後に大きな変化が生じたのは設備投資の急落である。投

資はいつの景気変動でも大きく動くのが常であるが、80年以降のいずれの景気後退期においても、成長率押し下げ効果は0.5～1%以内だったのに対して、09年第1～3四半期においては2%以上成長率を押し下げており、将来の景気に対する不安と資金調達の両面で投資が急減したことが景気の落ち込みの主たる要因となっている。この期間、純輸出が比較的好調でプラス1%程度の寄与をしているが、その背景には大幅な景気後退で輸入が減少したことが効いている。60年代までのアメリカ経済は輸入に依存する割合が5%未満であったが、現在は15%以上に拡大しており、経済の好調時には輸入が急増して成長率を抑制し、不況期には輸入が減少（純輸出は増大）して景気を下支えするという、一種の景気バッファーのような働きをしている。また、特筆すべきは政府支出の景気への影響である。オバマ政権は09年2月に成立した「米国経済再生法案(American Recovery and Reinvestment Act of 2009)」で総額7,870億ドル規模の景気対策を打ち出したが、実際に09年以降の政府支出による景気

引き上げ効果は0.5%未満であり、これは過去の景気回復期における政府支出の役割と比較しても特段大きなものとは言えない。

2010年に入ってから、第1四半期で2.4%、第2四半期で3.0%、第3四半期で3.1%と従来の成長軌道に戻ったように見えるが、その内訳を見ると在庫純増がそれぞれ2%近く

と大きな寄与をしている。しかし、在庫純増はいつまでも自律的に伸び続けるものではない。個人消費は回復基調にあるものの、設備投資が本格的に回復している兆しは未だない。このようにアメリカの景気が本格的な軌道に回復していないことは、成長要因を分析した結果からも明らかである。

図2 (c) 景気変動要因 (2000年IIQ~2004年I Q)

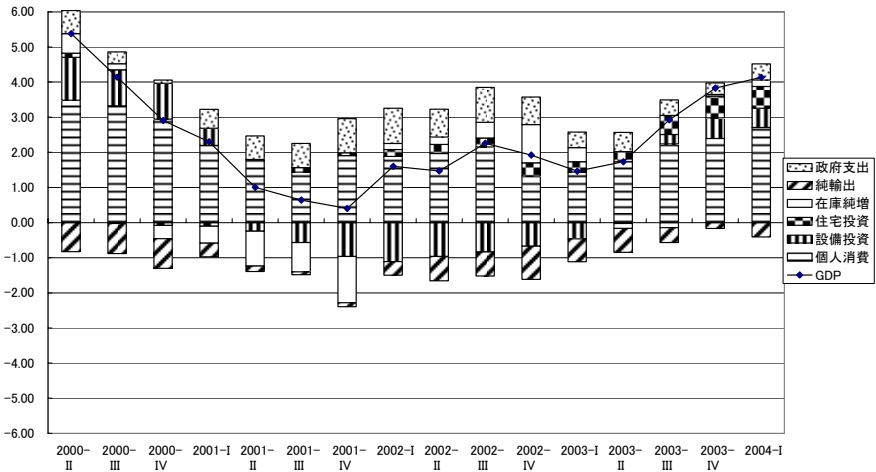
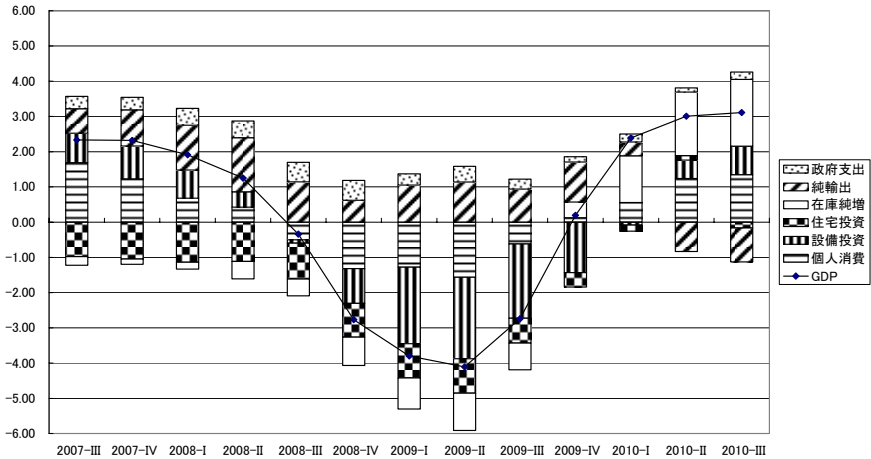


図2 (d) 景気変動要因 (2007年ⅢQ～2010年ⅢQ)



2. 雇用は回復するのか

現在の景気で問題なのは雇用の回復が遅れていることである。実際、10年11月の民間雇用者1億800万人の水準は03年の水準とほぼ同様であり、失業率も9.6%と高水準にある。さらに求職活動を諦めたいいわゆる *discouraged workers* を含めると、現在のアメリカの実質的な失業率は10%を超える水準にあると考えられる。こうした失業率の変化は構造的なものか、景気循環的なものかを見るために経済成長率との関係を見て

みた。オークンの法則によれば、失業率の変化と経済成長率との間には一定の関係が存在する。

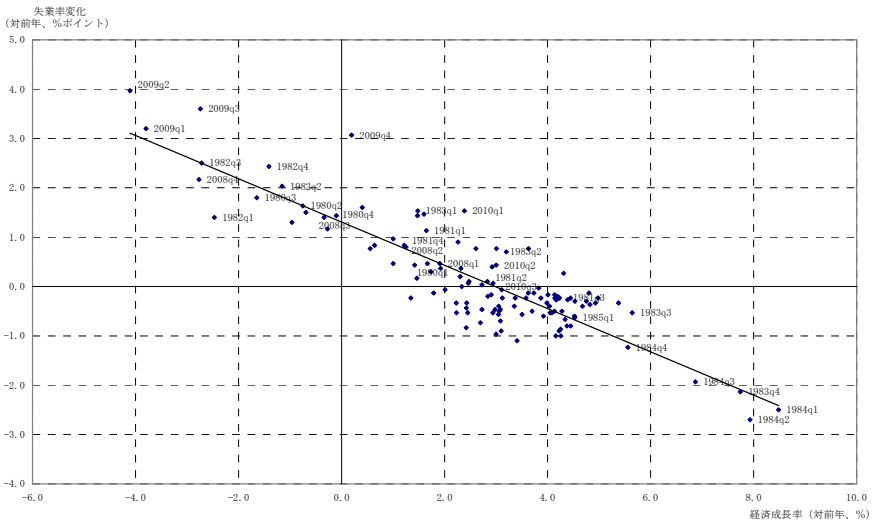
図3は、80年代以降の経済成長率と失業率変化の関係を四半期ベース表示したものである。これを見ると、09年第2～4四半期にかけては、これまでの傾向線を上回っている、すなわち、経済成長率の低下以上に失業率が拡大している傾向が見られるが、10年に入ると従来の傾向線に戻っており、失業率が構造的に増大している事実はない。すなわち、失業

率が回復しないのは、単に景気の回復が不十分なためであり、構造的な問題ではないと考えられる。図3に示されるとおり、従来の傾向で見ても失業率が改善するためには3%以上の成長率が必要である。これは、アメリカの人口の伸びが年率1%程度、生産性が2%程度伸びているためで、少なくともこれらを合計した年率3%程度の成長率の伸びがない

と失業率が改善しない。

80年代前半の不況からの回復時には、四半期ベースで瞬間的に8%前後の高成長を記録したが、今回の不況期においてはこうした急回復の可能性は大きくない。今後2~3%程度の成長率で推移するならば、アメリカの失業率は高止まりする可能性が高い。

図3 経済成長と失業率の変化（1980-2010年3Q）



3. 今後、アメリカ経済は日本のようなデフレや長期的な停滞に入る可能性はあるのか

90年代以降、日本は長期的な低迷を続けている。特に一般物価が低下していくデフレ状況にある。1930年代以前の世界では、デフレ経済は珍しい現象ではなく、例えば19世紀後半のアメリカでは30年間で物価水準は半分以下にまで低下している。しかし、第2次世界大戦以降の先進国でこうしたデフレ経済に陥ることは、日本がデフレになる以前はほとんど想定されていなかった。なぜなら、金など流通量を人為的にコントロールすることが難しいものを通貨として使用する世界とは異なり、中央銀行が通貨供給量をコントロールする現代の世界では、基本的にはインフレやデフレを制御できると考えられてきたからである。しかし、90年代以降の日本のデフレ現象に直面し、他の先進諸国でもデフレになる可能性が指摘されるようになってきた。特に日本のデフレはバブル経済崩壊後に生じたことから、住宅バブルが崩壊したアメリカでも日本と同

様なデフレ現象が生ずることが懸念されるようになってきた。本節ではこの問題を考えてみたい。

日本のデフレ現象に関しては、中央銀行の貨幣供給努力が不十分とする中央銀行責任説と、需要が不足している以上、いくら中央銀行がマネタリーベースを増やしても通貨供給量は増大せず、デフレからも脱却できないという需要不足原因説の間で論争がなされてきた。通貨供給量の不足と需要不足とは相互に原因になっている面があり、どちらが真の原因かを実証的に検証することは難しい。しかし、どちらの原因が発端になって生じたにせよ、一旦デフレになると人々のデフレ期待自体がデフレの原因となって、そこから抜け出すのが難しくなってしまう。すなわち、人々のデフレ期待が自己実現的にデフレを誘発もしくは定着させてしまう。例えば、現在の日本のように、人々が、物価が低下していくと信じていれば、なるべく購入を先送りし、消費需要を低下させる。これが投資需要も後退させ、銀行からの借入需要を減少させるため、マネー

サプライが増大せず、実際にデフレになる¹。これまでも日本銀行によっていくつかの非伝統的な政策手段が試されてきたが、現在の日本がデフレをなかなか脱却できないのは、日本国民の間にデフレ期待がすでに定着してしまっていることが大きい。この意味で、現時点でのアメリカの期待インフレ率がプラスに維持されているのは重要である。

FRBは日本の経験を研究し、具体的な政策手段を検討していたと思われる。特に重要なのは、アメリカ国民の間にデフレ期待が広がる前に必要な金融手段を使ってデフレを阻止してきたことである。上記したように、一旦デフレ期待がアメリカ国民の間に定着してしまうと、相当ラディカル（非伝統的）な金融政策をとっても、その効果は限定される。そうした面から評価すると、FRBがリーマンショック後に採った政策手段は適切だった。図4は、アメリカのマネタリーベースの推移を示したもののだが、08年9月から急増させ、わずか5ヶ月で、マネタリーベースの水準は、2倍以上にもなっている。

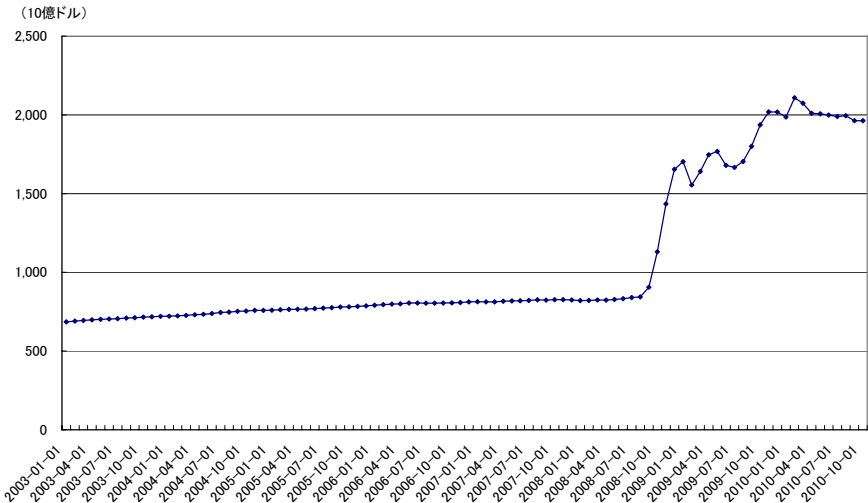
日本銀行はゼロ金利政策で99年2月から5年間かけてマネタリーベースを1.8倍に増大させているが、日本と比較して如何にアメリカの対応が迅速かつ大規模だったかが示されている。しかも、単にマネタリーベースを急増させるだけでなく、多様なチャンネルを通じた資金供給を行っており、日本の轍を踏まないよう具体的な対策が準備されていたことを伺わせる。

さて、こうしたFRBの一連の金融政策の結果、アメリカのインフレにどのような影響があったのかを見てみたい。まず、インフレ率とマネーサプライの間には密接な関係があるため、図5にはアメリカのマネーサプライ（M2）の伸び率（対前年伸び率）を示した。マネーサプライはリーマンショック時にもマネタリーベースの拡大を受けて上昇し、09年1月には10%以上の伸びを示し、さらに同年11月頃までは年率6%以上というかなりの水準で上昇が続いた。その結果、インフレ率も1.5%以上を維持してきた（図6）。このまま順調に推移するかに見えたが、10年にか

けて変調が見られ、マネーサプライの伸びは10年1月には2%に急低下し、インフレ率も4月以降1%を割る水準まで低下した。こうした変調が何故生じたかはいくつかの解釈が可能である。第一は、实体经济が思ったほど急速に回復しないために資金需要が増えず、銀行貸し出しが低迷してマネーサプライが伸びない可

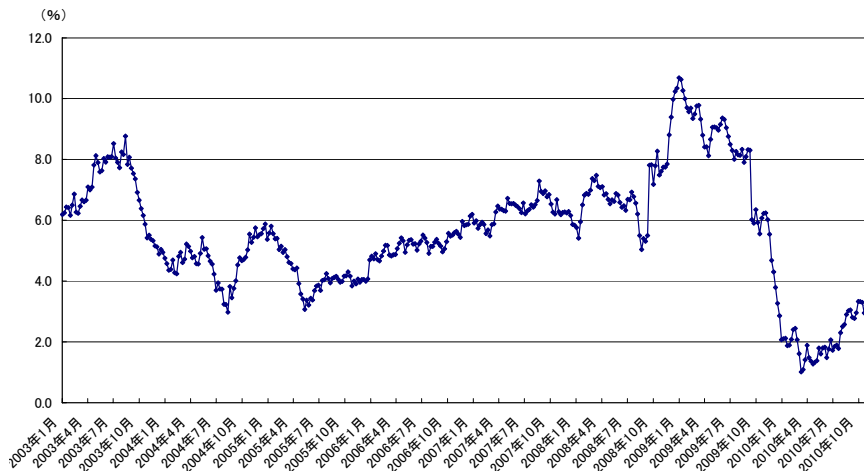
能性である。第二は、10年1月にFRBが出口戦略を示唆したために、人々の間にそれまでの超金融緩和が長くは続かないという認識が広がり、期待インフレ率を低下させた可能性である²。おそらくは、これら二つの原因が同時に作用する形でマネーサプライの伸び率とインフレ率の低下を促したのではないだろうか。

図4 マネタリーベースの推移 (2003-2010年10月)



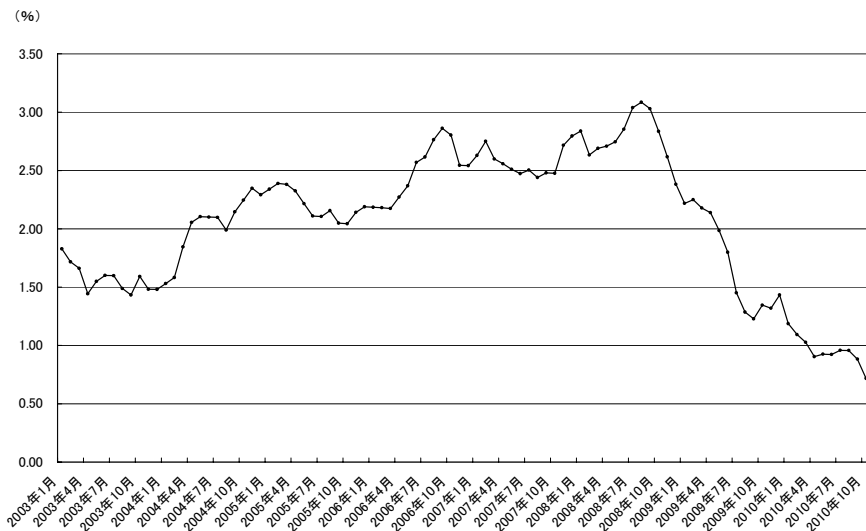
資料) Federal Reserve Bank of St. Louis (<http://research.stlouisfed.org/>)

図5 貨幣供給量 (M2) の伸び率の推移 (2003-2010年11月) (対前年伸び率)



資料) Federal Reserve Bank of St. Louis (<http://research.stlouisfed.org/>)

図6 アメリカのインフレ率 (消費者物価指数 (エネルギーを除く))
2003~2010年10月、対前年伸び率)



現実のインフレ率とは別に期待インフレ率の動向も重要である。民間の投資に直接影響するのは、実質金利だが、これは期待インフレ率によって決まってくるからである。図 7 にはアメリカのインフレ連動債から算出した期待インフレ率（今後 10 年間の平均）の推移を示してある。リーマンショック時には一時的にゼロ%近くにまで低下した期待インフレ率も、その後は上昇し、10 年 1 月ごろには、リーマンショック以前の水準である 2.5%近くにまで戻っている。したがってその時点の金融指標で見る限り、FRB が過度の金融緩和と将来のインフレを予防するために、通常の金融政策に戻す出口戦略を探ったのは自然である。しかし、10 年 8 月末には期待インフレ率が 1.5%水準にまで低下し、放置すればそのまま低下し続けて日本と同様のデフレに陥る可能性も無視できなくなった。8 月末にはバーナンキ議長が講演で追加緩和を示唆し、FRB が更なる金融緩和をするのではないかという観測が広がった。実際、11 月には 6,000 億ドルの長期国債の購入を柱とする追加の金融緩和措置を打

ち出した。そして「政策金利は長期間、異例の水準を維持する」との表現を維持し、出口戦略を急がないことを明確にしたのは適切な措置と思われる³。実際、現実のインフレ率が 0.7%に下落し続けているのに対して、アメリカの期待インフレ率はその後上昇し、10 月以降は 2%台を回復している。

こうした一連の金融緩和措置を見ると、FRB の経済状況に対応した迅速な措置が功を奏しているように思われる。日本のように、一旦、人々の期待インフレ率がゼロ、もしくはマイナスに落ち込む状況になってから、さまざまな金融緩和措置をとっても一種の手遅れで、人々の期待インフレ率を上昇させるのは難しく、経済実態も回復しない。今回の FRB の金融緩和措置が、一種のドル安政策として各国からの批判があることに対し、バーナンキ議長は 11 月 19 日、フランクフルトで行った講演で異例の反論を行ったが、今後とも必要とあれば FRB はさらなる金融緩和の追加措置をとるだろう。少なくとも人々がそう考える限り、アメリカ

の期待インフレ率がゼロやマイナスになる可能性は小さく、結果として日本のようなデフレ経済に陥る可能性は小さいと思われる。

4. 今後の展望

図8はアメリカの平均消費性向(個人消費/可処分所得)の推移を見たものである。アメリカの平均消費性向は80年代以降、傾向的に上昇し、05~06年には95%に達していた。これが80年代以降のアメリカの個人消

費の拡大を支えてきた一つの要因である。現在は91%と93年頃とほぼ同等の水準にまで低下している。近い将来、アメリカの消費者が不動産バブル期のような高水準の消費性向に戻ることは難しいであろう。その一方で平均消費性向の低下傾向には一定の歯止めがかかっており、今のところその水準は安定している。現在の消費性向がさらに低下しない限り、今後のアメリカの個人消費は人口の伸びと同様に、少なくとも年率1%程度の成長は続けられると思われる。

図7 アメリカの期待インフレ率(10年平均)の推移(2003年~2010年11月)

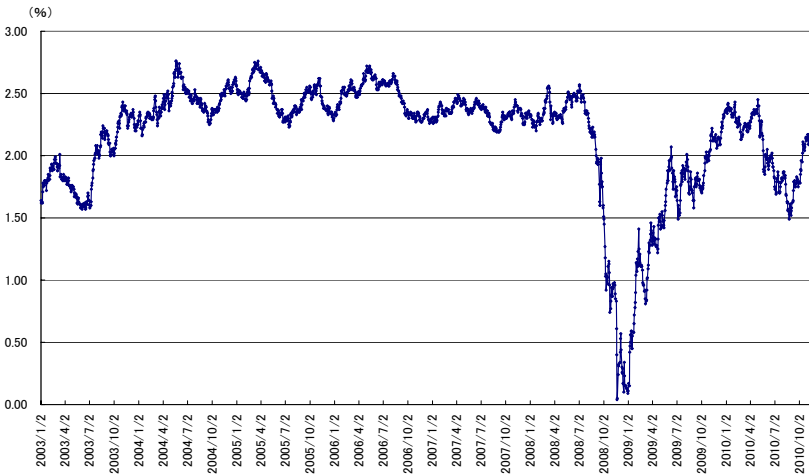
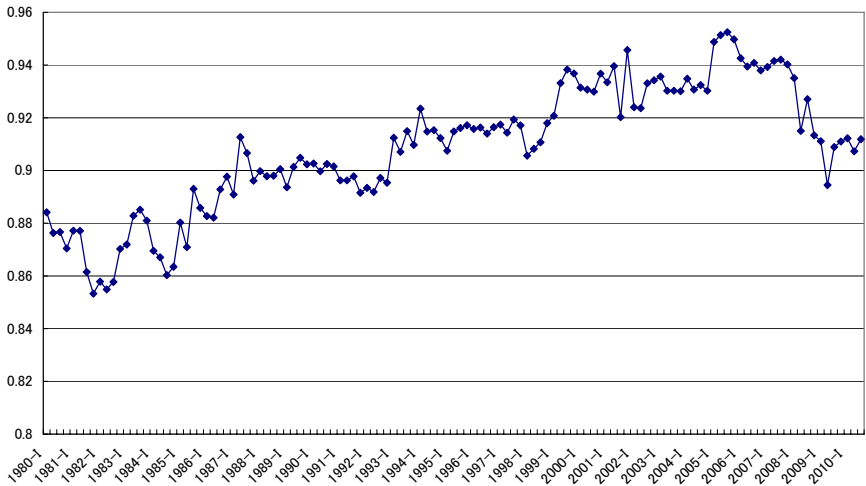


図8 アメリカの平均消費性向の推移（1980-2010年ⅢQ）



注) 平均消費性向＝個人消費支出/可処分所得

政府支出の大幅な増大は、現在のアメリカの政治状況を考えると難しい。大きな政府を嫌っている共和党が下院を制した以上、大統領が財政面から新たな景気刺激策を打ち出すのは困難だからである。

純輸出がアメリカの景気回復にどの程度の貢献をするかを予想するのは容易でない。世界景気が大きく落ち込まない限り、また現在のドル安の状況が変わらない限り、輸出は一定の水準で伸び続けるだろうが、その一方でアメリカの景気が回復して

くれば輸入需要も拡大する。中期的には純輸出の伸びは景気に中立的なものではないだろうか。

最後に今後のアメリカの景気回復にとって最も重要でかつ最も予想が難しいのが設備投資の動向である。レーガン政権時の83～4年には投資の回復が景気の急回復の主たる要因の一つであったが、今回の回復時には同様のことが期待できるだろうか。アメリカの実質金利は歴史的な低水準にあるので、投資のコストという

意味では十分低い。しかし、実質金利が低いことは投資が拡大する必要条件ではあっても十分条件ではない。投資の回復は景気に対する将来見通し、すなわち人々がアメリカ経済の将来に対する十分な自信を回復できるかどうかという点にも大きく依存する。税制の変更、医療保険改革による負担増、環境規制の強化など、将来に対する不確定要素が多い中では投資の急回復は難しいのではないだろうか。

今後のアメリカ経済の展望をまとめると、83～84年に見られたような消費・投資がともに急増するような急速な景気回復は望めない一方、現在の超緩和的な金融政策を一定期間継続するならば、景気が急速に後退したり2番底に向かったりする可能性は低いであろう。そして、現在も年率1%程度で伸び続けている人口増が消費の伸びを下支えするため、アメリカの景気も徐々に回復するであろう。しかし、同時に高水準の失業率は今後も継続する可能性が高いように思われる。

注

- 1 期待が自己実現的なのは、デフレのみならずインフレの場合も同様である。人々が、物価が上昇すると思えば、賃上げ要求は強まり、企業も賃金上昇を価格転嫁し易くなるため、現実には物価が上昇しインフレになる。
- 2 日本でも2000年に景気回復が不十分な段階でゼロ金利政策からの脱却を急ぎ、結果として景気が悪化してゼロ金利政策への回帰と量的緩和政策を余儀なくされた経験がある。
- 3 こうしたFRBの更なる金融政策の妥当性については経済学者の間でも意見が分かれている。例えば、今回のFRBの金融緩和に対して共和党よりの経済学者からインフレやさらなるドルの下落を懸念する声もある（Wallsten & Reddy (2010) 参照）。しかし、図7に示したように、今後10年間の平均で見た期待インフレ率は2%程度で、リーマンショック以前の2.5%と比較しても低めであり、現時点でインフレを懸念するような兆候は見られない。将来、仮にそうした懸念が生じた場合は、その時点で金融を引き締めれば良いだけである。

【参考文献】

Wallsten, Peter and Reddy, Sudeep (2010)
“Fresh Attack on Fed Move”, The Wall
Street Journal November 15, 2010
([http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704327704575614853274246916.html?](http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704327704575614853274246916.html?KEYWORDS=stiglitz)

KEYWORDS=stiglitz)

【資料】

Bureau of Economic Analysis, U.S.
Department of Commerce
(<http://www.bea.gov/>)

Bureau of Labor Statistics, US Department of
Labor
(<http://www.bls.gov/home.htm>)

Federal Reserve Economic Data, Federal
Reserve Bank of St. Louis
(<http://research.stlouisfed.org/fred2/>)