

第2節 アメリカ経済

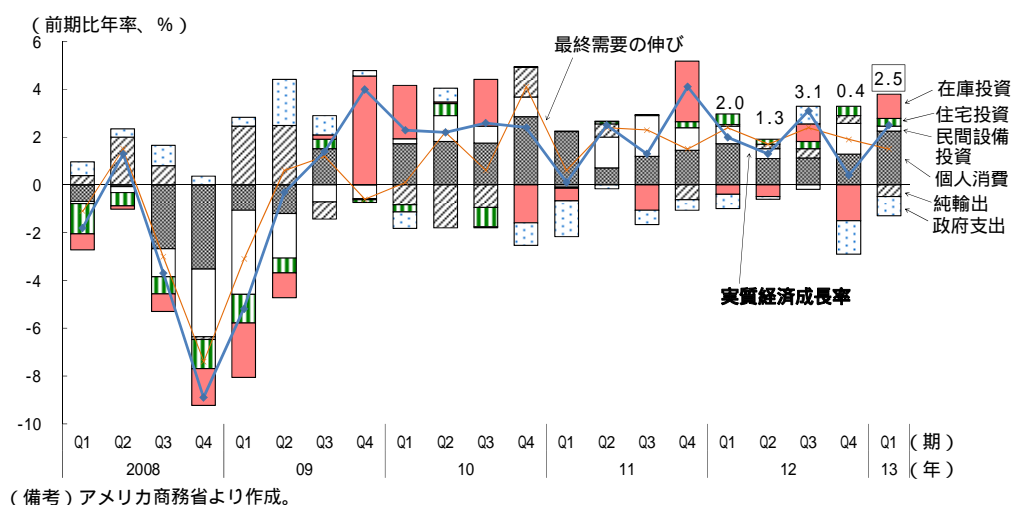
アメリカ経済は、2009年6月を底に約4年にわたる景気回復局面にある。今回の景気回復局面においては、住宅バブルの崩壊に端を発する金融危機後の回復ということもあって住宅市場は長期にわたって低迷し、また、雇用環境の改善のペースが非常に緩やかであり、個人消費の回復も緩やかである。さらに、10年以降の欧州政府債務危機等による世界経済の低迷の影響もあり、景気のリバウンドペースが緩やかとなる局面が続いた。そうした中、12年半ば以降、住宅価格の上昇等、住宅市場も改善がみられ始め、企業収益の増加等を背景とした株価上昇とあいまって資産効果を通じて個人消費の増加に寄与している。一方、財政については、緊縮策が成長率を下押しするとともに、財政再建をめぐる政治的不確実性が金融市場やマインドに影響を与える懸念もみられた。

本節では、こうした緩やかながらも回復を続けるアメリカ経済について、家計や企業を取り巻く環境に着目し、今後の成長の持続性も含め分析する。

1. 持続的な回復を模索するアメリカ経済

今回の景気回復局面は、これまでの回復局面と比べて雇用環境の改善ペースが緩やかなことや、住宅価格が低迷するなど家計のバランスシート調整の進展も遅れていたことから個人消費の回復が緩やかなこと、また、欧州政府債務問題が収束しない中、いわゆる「財政の崖」の対応をめぐる不透明感等から企業の設備投資も一時減速するなど、総じて景気のリバウンドペースが緩やかな状態が続いている（第1-2-1図）。

第1-2-1図 実質経済成長率の推移：緩やかな増加傾向



そうした中、欧州政府債務危機をめぐる問題が引き続き残り、また12年10月に襲来したハリケーン・サンディ⁶による一時的な下押しがあったものの、12年半ば以降、雇用者数の増加や失業率の低下が持続しており、住宅価格の上昇や住宅着工・販売数の増加等、住宅市場も改善が続いている。また、住宅価格の上昇は株価上昇による資産効果とあいまって家計のバランスシート調整を進展させており、個人消費の増加に寄与していると考えられる。

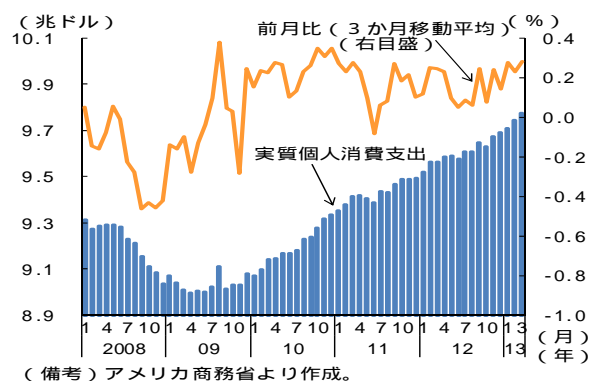
ただし、財政の先行きに対しては依然として不透明感が続いており、こうした動きは消費者や企業マインド等に表れている。実際、給与税減税が失効した1月、歳出の自動削減が実施された3月には、消費者信頼感や企業の景況感は現在よりも将来を示す指数の低下がみられたり、歳出削減の影響等を懸念するコメントがみられた。

(1) 家計を取り巻く環境

(i) 緩やかな増加傾向にある個人消費

個人消費は12年半ばに伸びが鈍化したものの、同年末にかけて再び堅調な動きとなった。12年末から13年初めにかけて、いわゆる「財政の崖」問題⁷が懸念されていたが、その多くは回避されることとなった⁸。こうした中、給与税減税等は延長されることなく失効し、消費への影響が懸念されることとなった。しかしながら、その影響が発現するとみられた1月以降の個人消費の動向は底堅く、緩やかながらも増加が続いている(第1-2-2図)。

第1-2-2図 実質個人消費支出の推移：緩やかな増加傾向



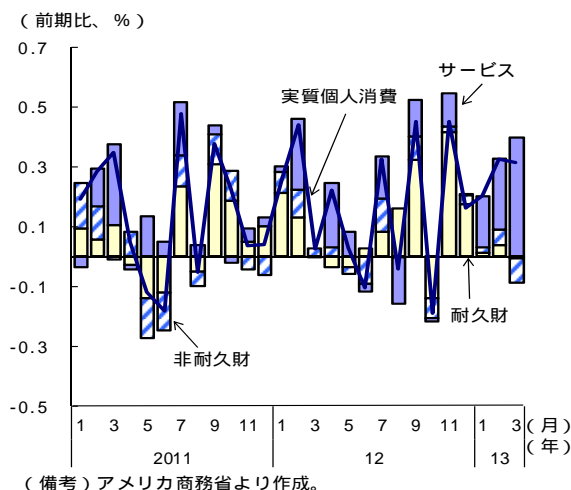
⁶ 12年10月29日、ニュージャージー州に上陸(上陸時は熱帯低気圧)し、ニュージャージー州とニューヨーク州を直撃、両州を中心に東海岸の広範に影響を与えた。地下鉄や地下空間への浸水を始め、交通機関の麻痺、インフラの損壊、ビジネス活動の停止を通じて経済・社会活動に影響を与えるなど、近年発生した災害の中でも極めて甚大な被害をもたらした。

⁷ 所得税の税率引下げ等のいわゆるブッシュ減税等が12年末に失効し、また、「2011年予算管理法」に基づく自動的な歳出削減が13年初に開始され、その結果、12年末から13年初にかけて非常に厳しい財政の緊縮が生ずること。詳細は、内閣府(2012b)を参照。

⁸ 「財政の崖」をめぐる動向やその後の動きについては「2. 財政・金融政策の動向」を参照。

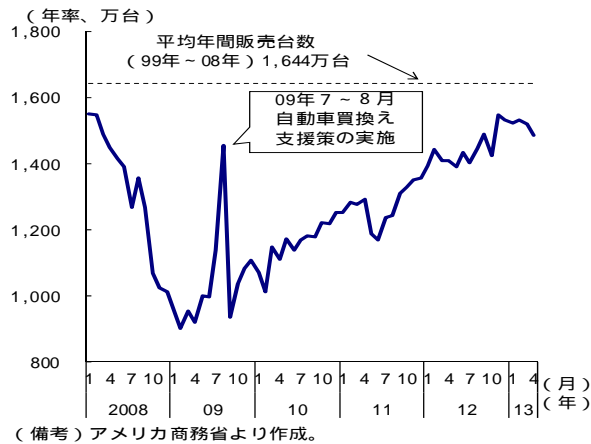
個人消費支出の内訳をみると、12年半ば以降、非耐久財やサービスが伸びを鈍化させていたのに対し、リーマンショック後の落ち込みの大きかった耐久消費財が比較的安定的に消費を下支えしてきたことが分かる。雇用環境の改善が続いていることや株価、住宅価格の上昇等による家計のバランスシート調整の進展により次第に消費をしやすい環境になってきた中、自動車ローン等に対する金融機関の貸出態度も徐々に緩和してきていることや、住宅市場の改善等に伴う住宅関連財の消費が寄与している面があると考えられる（第1-2-3図）。13年になると、これらの耐久財に替わり、例年に比べ厳しい寒さになったこともあり電気・ガスの需要が増えるなどした結果、サービスが消費をけん引する状況となっている。

第1-2-3図 個人消費支出の内訳：耐久財の消費が堅調



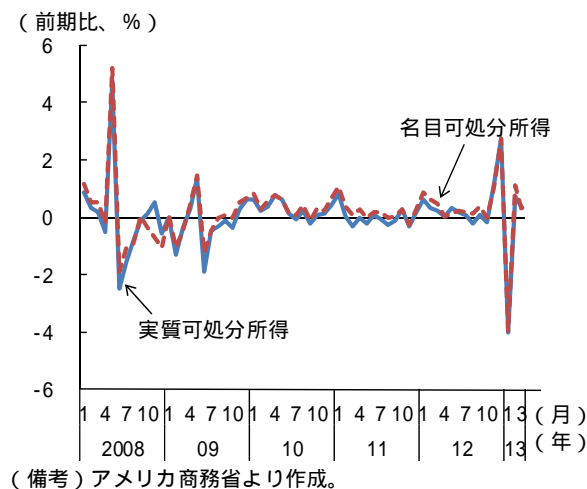
特に耐久財の中で消費をけん引している財の一つである自動車販売の状況をみると、11年春から夏にかけて、11年3月に発生した東日本大震災の影響により供給制約もあり販売数が低下したものの、基調は増加傾向にあった。その後も12年春から夏にかけて雇用環境の改善が一時停滞したことやガソリンの価格の上昇等により一時横ばいとなったが、12年末まで増加傾向が続いている。その結果、99年から08年までの10年間の平均販売台数である1,644万台には及ばないものの、08年2月以来となる1,500万台程度にまで達した（第1-2-4図）。しかしながら、13年に入ってその水準は横ばいで推移している。これは、12年10月のハリケーン・サンディによる被害で多くの自動車が廃車となるなどしたため自動車に対する需要が増加したが、そうした影響が徐々に弱まったことなどが要因となっている。

第1-2-4図 自動車販売台数の推移：このところ横ばい



こうした消費を支える背景の一つに可処分所得の増加がある。名目可処分所得は、リーマンショック後の落ち込みから緩やかに回復していたが、11年には雇用の回復の遅れから伸びが鈍化した。また、同時期にはガソリン価格等の高騰から実質ではマイナスとなった。しかし、12年には次第に雇用環境が改善をみせ始めたことから名目、実質とも伸びが回復した。特に12年末には、給与税減税の失効を前に企業が雇用者に対して特別報酬を実施したり、キャピタルゲイン・配当課税の増税前の駆け込みにより配当収入が急増した。13年1月には給与税減税の失効もあって大きく落ち込んだが、2月以降はそれ以前の水準に近づいており、可処分所得は底堅いと評価できる(第1-2-5図)。

第1-2-5図 可処分所得の推移：緩やかながらも増加が続く

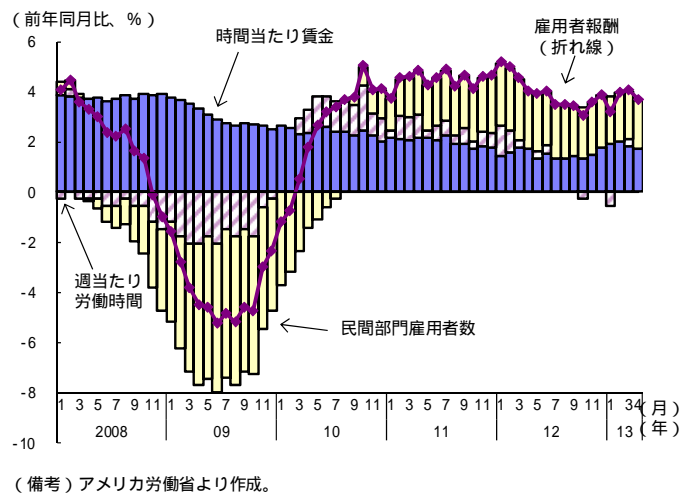


可処分所得の重要な構成項目である雇用者報酬をみると、11年から12年にかけてむしろ伸びが鈍化した。これは、11年春以降雇用の増加が鈍化傾向となる中、時間当たり賃金や労働時間の伸びも鈍化したことによる。しかしながら、12年末から雇用者数は再

び増加テンポをあげ、時間当たり賃金の伸びも高まってきたことから、雇用者報酬も増加傾向となっている（第1-2-6図）。

このような時間当たり賃金の動きについては、住宅市場の改善に伴って建設業等、一部業種で人材不足もみられ、労働需給がやや引き締まったことが背景にあると考えられる。

第1-2-6図 雇用者報酬の推移：12年後半以降、伸びが拡大傾向



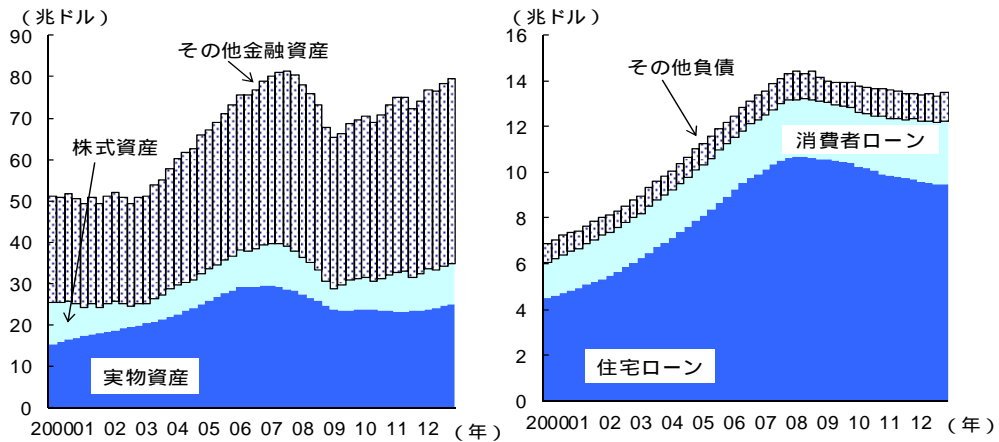
また、家計のバランスシートをみると、住宅ローン残高は08年の住宅バブル崩壊後に比べて着実に減少している。一方で、資産は株価がリーマンショック後の落ち込みから傾向的に回復していることに加え、住宅価格が12年以降上昇に転じたことから増加している（第1-2-7図）。その結果、債務残高の可処分所得比だけでなく、総資産比でも低下しており、バランスシート調整は着実に進展している（第1-2-8図）。なお、元利返済負担率は債務のリストラの進展に加え、低金利により顕著に低下している。

株価の上昇は資産効果によって、個人消費にプラスの効果をもたらしていると考えられ、特に株式資産保有比率が高いとみられる高所得者層については、年初からの増税の影響を相殺しており、今後株価の上昇傾向が続けば、さらに消費を刺激することが期待される。

第1-2-7図 家計の資産・負債：資産は増加、負債は横ばい

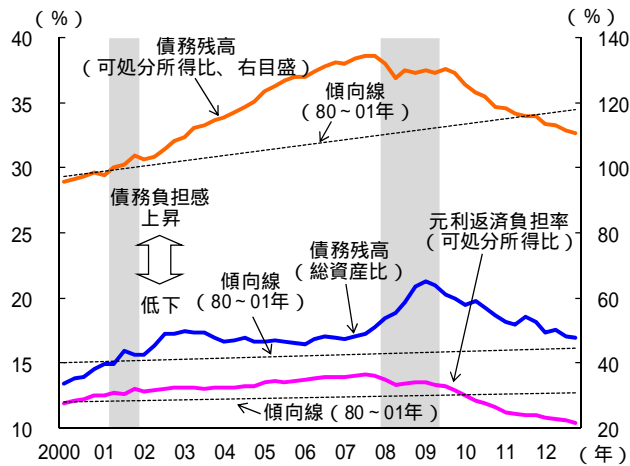
(1) 資産

(2) 負債



(備考) 連邦準備制度理事会 (FRB) より作成。

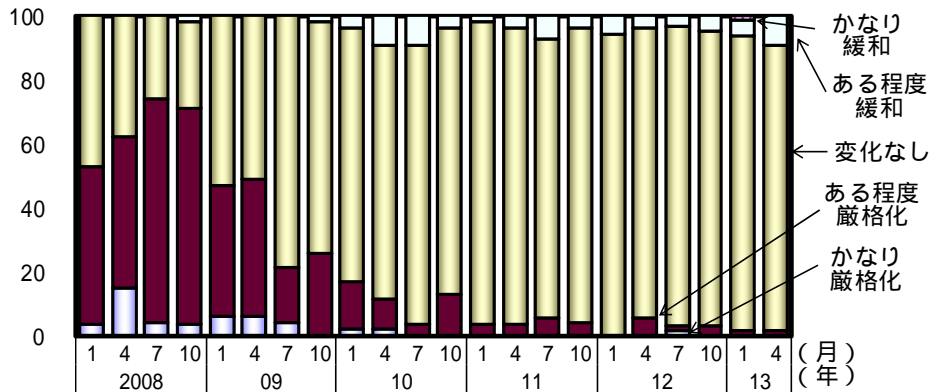
第1-2-8図 家計のバランスシート調整：進展が続く



(備考) 1. アメリカ商務省、連邦準備制度理事会 (FRB) より作成。
 2. 網掛け部分は景気後退期を指す。
 3. 「元利返済負担」は、住宅ローン及び消費者ローンの返済負担を示す。

他方、住宅向けのローンについての金融機関の貸出態度をみると、住宅バブル崩壊後厳格化した後、10年、11年とやや緩和した。しかしながら、12年以降も引き続き緩和の動きがみられるものの、逆に厳格化させている動きもあり、全体として改善が進んでいる状況とはなっていない(第1-2-9図)。

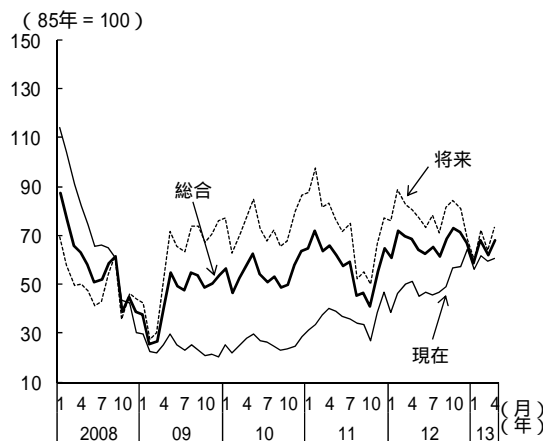
第1-2-9図 金融機関の貸出態度：やや緩和も依然厳しい



(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。
 2. 金融機関に対し、過去3か月間で住宅ローン (プライム) の申請に対する貸出基準をどのように変化させたか、それぞれアンケート調査を行ったもの。

消費者マインドについてみると、振れを伴いながらも総じて横ばい圏内にある。しかし、現状指数と半年後の状況を示す将来指数では大きく動きが異なっている。現状指数は、世界金融危機後、徐々に改善しており、12年半ば以降には一段と水準が高まっている。一方、将来指数は一貫して現状指数を上回ってきたものの上昇傾向はみられず、特に「財政の崖」が差し迫った12年末以降急激に低下し、マインド全体の伸び悩みにつながっている。将来指数の低下は、13年初の給与税等各種減税の失効、その後の歳出の自動削減発動といった財政赤字削減策をめぐるオバマ大統領と議会との対立等、財政政策の不透明感から先行きに不安を感じている消費者が多い状況を反映していたものと考えられる。(第1-2-10図)。

第1-2-10図 消費者信頼感：不安定な動き

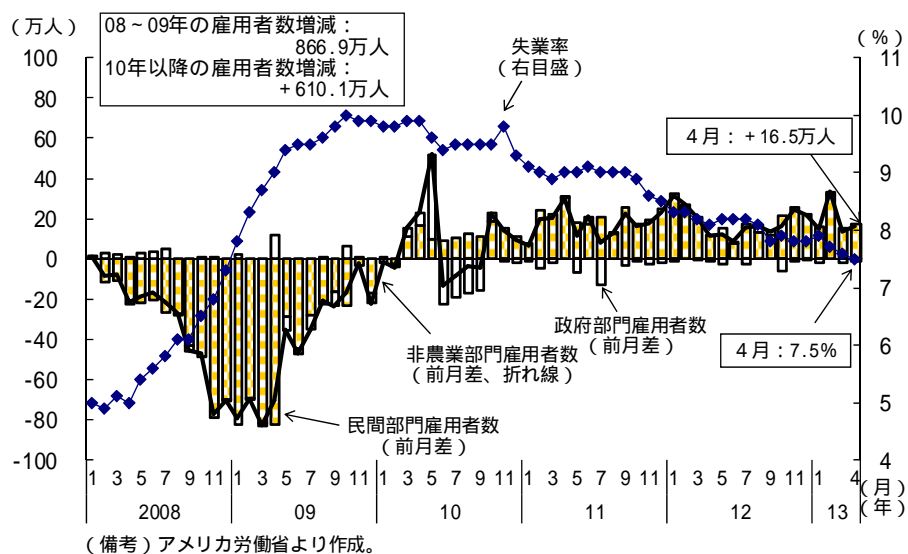


(備考) コンファレンスボードより作成。

(ii) 改善が続く労働市場

失業率は、09年10月の10.0%から13年4月時点で7.5%と、08年12月以来の水準まで低下した。非農業部門雇用者数は、12年前半に増加幅がやや縮小した後、同年後半には再び増加幅が拡大するなど振れを伴いつつも、おおむね17~19万人程度で底堅く増加している。しかし、世界金融危機後の雇用者減867万人に対して、10年以降の増加は610万人とまだ7割程度の回復にとどまっており、雇用者数増加のペースは比較的緩やかなものとなっている(第1-2-11図)。

第1-2-11図 雇用者数増減と失業率の推移：雇用者数は増加、失業率は低下



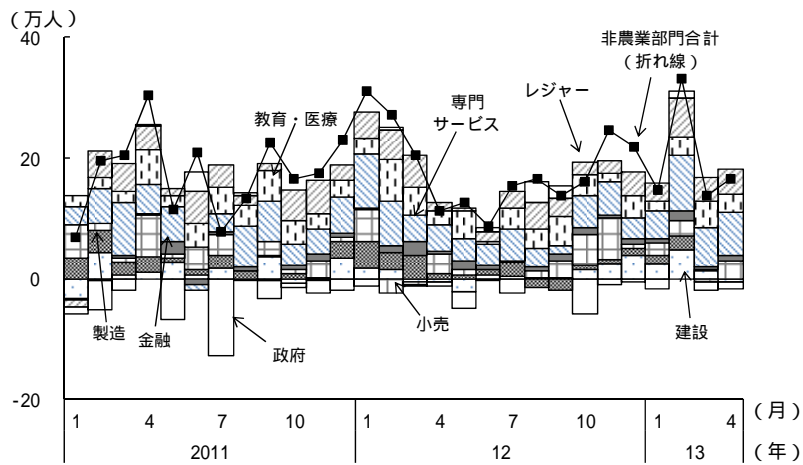
部門別に雇用者数の伸びをみると、小売業、専門サービス、教育・医療といったサービス部門が12年後半以降の雇用者数の増加に寄与している(第1-2-12図)。小売業については個人消費の動きに対応し、12年央に鈍化したものの同年末には再び拡大し、13年に入った後も堅調に増加している。

建設業についてもハリケーン・サンディ⁹の復旧需要や堅調な住宅市場もあって、12年後半以降、増加幅を拡大していたが、住宅市場は引き続き堅調であるものの、復旧需要のはく落等により非住宅部門の雇用者数が減少したことにより4月は減少に転じた。製造業は景況感の改善や、やはり後述するハリケーン・サンディ後の復興に伴う生産の増加等を背景に12年末から増加幅を拡大する局面もみられたが、13年3月以降は緩やか

⁹ ハリケーン・サンディが雇用に与えた影響について、労働省は、12年11月分の雇用統計公表時に「分析によるとハリケーン・サンディは11月の雇用状況には実質的に影響を及ぼさなかった」とコメントしている。一方、ハリケーン襲来直後の12年11月の新規失業保険申請件数は最大で45.1万人と、11年4月以来の水準まで悪化したものの、翌12月には改善しており、影響はあったものの短期間で終息した様子が見られる。

な増加にとどまっている。

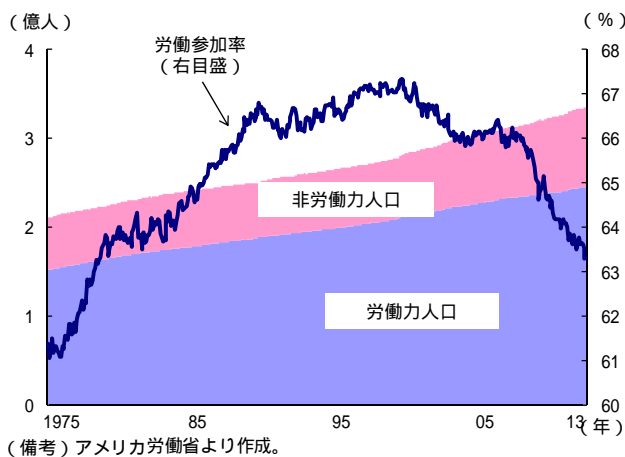
第1-2-12図 部門別雇用者数増減の推移:サービス部門がけん引



(備考) アメリカ労働省より作成。

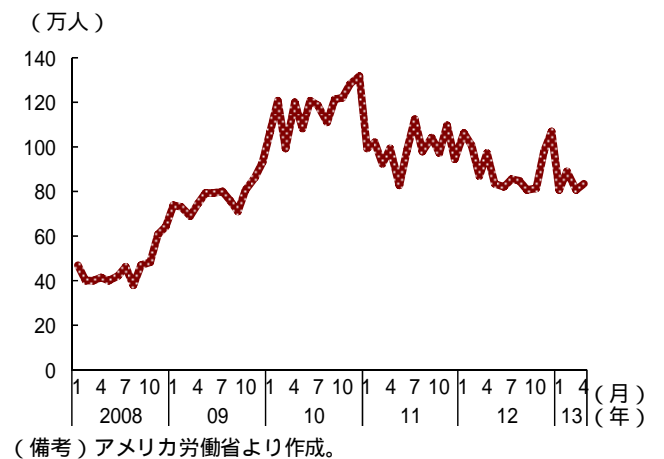
失業率は低下しているものの、これは労働参加率の低下が大きく寄与している(第1-2-13図)。この労働参加率の低下については、職探しをあきらめて労働市場から退出する人のほかに高齢化に伴う退職者の増加によるところが大きい。また、雇用意欲喪失者数はピークをつけた10年後半から減少しているものの、いまだ高水準にとどまっている(第1-2-14図)。

第1-2-13図 労働参加率の推移:
1970年代後半の水準まで低下



(備考) アメリカ労働省より作成。

第1-2-14図 雇用意欲喪失者数の推移:
依然として高水準

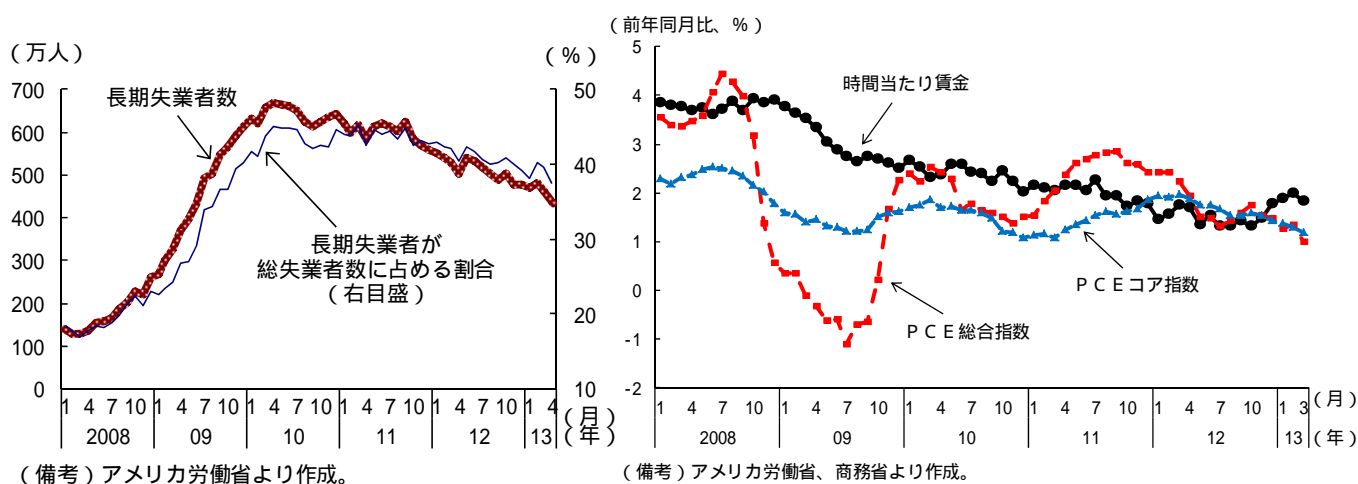


(備考) アメリカ労働省より作成。

長期失業者数については10年4月にピークをつけた後、減少しており、13年4月時点でピーク時の7割の水準まで改善している(第1-2-15図)。時間当たり賃金の伸び率は世界金融危機後、傾向的に低下していたが、12年末以降伸び率を高めている。これは前述

のとおり、住宅市場の改善に伴って、建設業等の一部業種で人材不足もみられ、労働需給がやや引き締まったことが背景にあると考えられる。また、物価上昇率との関係を見ると、12年はおおむね賃金上昇率と物価上昇率は等しかったが、このところ賃金上昇率が物価上昇率を上回っており、実質賃金の上昇から個人消費を下支えしているとみられる（第1-2-16図）。

第1-2-15図 長期失業者数の推移：減少 第1-2-16図 物価上昇率と賃金上昇率の推移：
このところ賃金上昇率が上回る



(2) 企業を取り巻く環境

(i) 横ばいとなった生産と一進一退で推移する設備投資

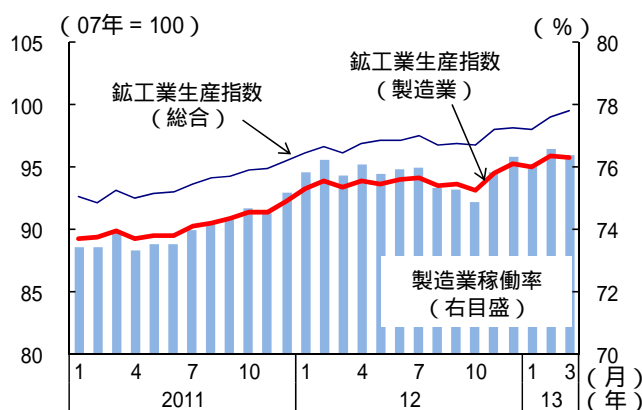
企業部門の状況として、鋳工業生産の動向をみると、12年夏に一時在庫調整により伸び悩んだものの、年末にかけては底堅く推移した（第1-2-17図）。これは、12年10月には北東部を襲ったハリケーン・サンディにより、食料・飲料や機械を始め広範な業種に亘って生産の縮小を余儀なくされたが、11月以降に反転し、在庫復元¹⁰に向けた動きや復興需要が生じたためである。しかし、13年に入って、こうした復興需要が一巡したことに加え、自動車販売の増加にも一服感がみられるようになったことから、生産は横ばいとなっている。

製造業の景況感指数の推移をみると、12年11月に09年以降初めて業況の縮小を示した後、2月にかけていったんは持ち直しの動きを示している（第1-2-18図）。12年末以降、「財政の崖」問題がひとまず回避されたことにより、それまで先行き不透明感から手控

¹⁰ ハリケーンによる在庫の破損等は一時的なものであり、その後は買い替え需要に伴う在庫の減少等から、在庫復元の動きがみられた。

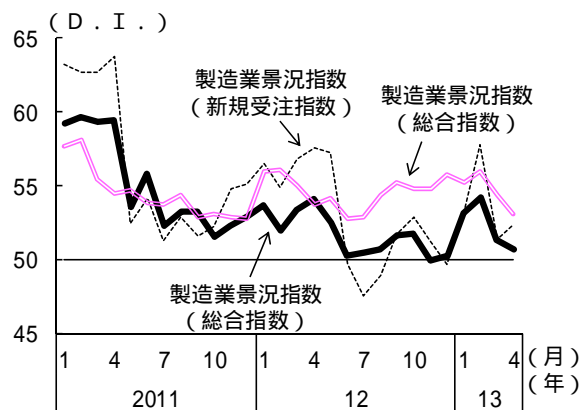
えられていた新規受注が反動増として現れたことや、年末の企業投資活動の活性化により、新規受注指数を中心に持ち直しの動きがみられたことが背景にある。しかし、3月以降、景況感指数は業況拡大のテンポが緩やかになったことを示しており、歳出の自動削減等の財政政策による対応やその影響が不透明なことともあいまって、持ち直しの動きが一服した可能性も考えられる。

第1-2-17図 鉱工業生産の推移：
製造業は横ばい



(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。
2. 製造業稼働率の過去30年の長期平均は78.7%。

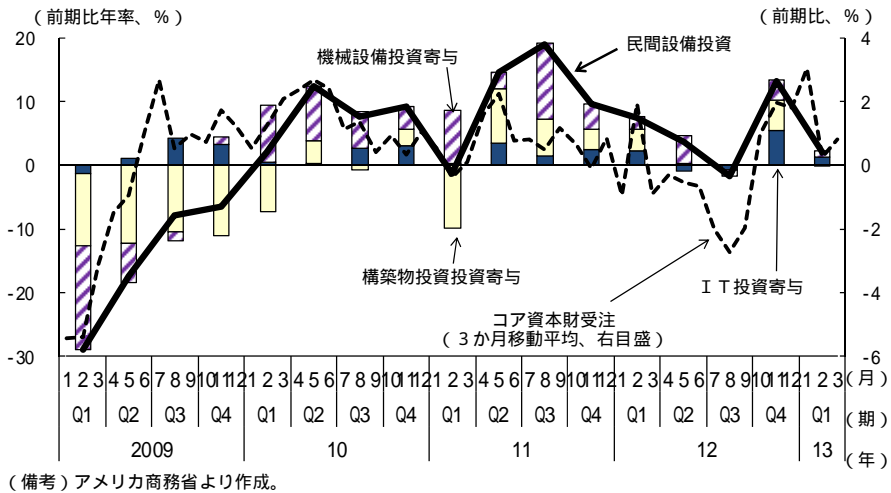
第1-2-18図 製造業の景況感指数：
持ち直したものの再び低下



(備考) 全米供給者協会 (I S M) より作成。

設備投資の動向をみても、12年末にいったんは持ち直したものの、13年に入り、伸びを低下させている。11年後半以降、増加のテンポが鈍化していた設備投資は、12年10～12月期には、IT・機械投資、構築物投資いずれも増加し、前期比年率13.2%増と5四半期ぶりの大幅な伸びを示した後、13年1～3月期には前期比年率2.1%増と再び伸びを鈍化させた(第1-2-19図)。設備投資の先行指標とされるコア資本財受注をみても、13年1月をピークに伸び率は低下傾向にある。12年末に、ハリケーンの復旧需要や、結果的に13年末まで延期となったものの12年末で終了予定であった設備投資減税の駆け込み等から、企業の投資活動が一時的に押し上げられていたが、13年に入って、それらがはく落したことにより減速したものと考えられる。

第1-2-19図 設備投資とコア資本財受注：一進一退で推移

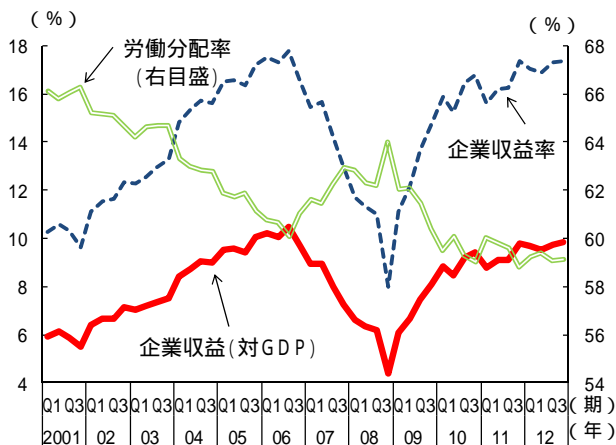


(ii) 好調な企業収益

企業収益は最高益を更新しており、GDP比でも増加傾向にある(第1-2-20図)。雇用者報酬も増加傾向にあるものの、企業付加価値額に比べると低い伸びに留まり、労働分配率(企業部門)は引き続き低下する傾向にある。すなわち、人件費の抑制により収益力が強化されているといえよう。

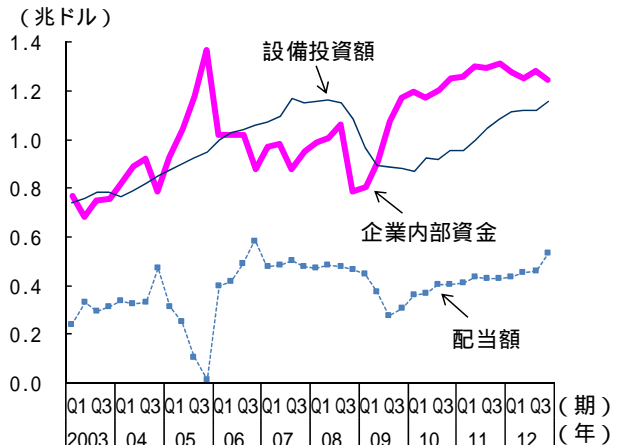
企業は収益を堅調に増加させる中、引き続き潤沢な資金を内部に蓄える傾向にある。設備投資は、12年末に持ち直しの動きをみせたものの、依然、企業の内部留保額を下回って推移している(第1-2-21図)。生産が横ばいとなって稼働率もいまだ長期平均を下回っているほか、財政の強制歳出削減の影響等も懸念され、財政問題をめぐる経済の先行き不透明感も残る中、企業の設備投資に対する慎重な姿勢は大きくは変化していない。

第1-2-20図 企業収益と労働分配率：
企業収益は増加し、労働分配率は低下傾向



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 労働分配率、企業収益率は共に「企業付加価値額」に対する比率を示す。
3. 収益は国内企業の税引前利益(在庫評価資本減耗調整後)。

第1-2-21図 内部資金と設備投資：
内部資金は設備投資を上回って推移



(備考) 1. 連邦準備制度理事会(FRB)より作成。
2. 企業内部資金は、税引き後利益に減価償却費を加えたものから配当を引いたものを指す。

なお、12年10～12月期には内部資金は前期比減少したが、背景には減税失効により配当課税が引き上げられることを懸念し、特別配当や前倒し支給等により配当を増加させたことが挙げられる。また、企業は自社株買いを引き続き活発化させており、こうした動きが足下の株価上昇を支える一つの要因ともなっている¹¹。

(iii) 史上最高値を更新した株価とその背景

NYダウ平均株価は、13年3月に07年10月以来となる史上最高値を約5年5か月ぶりに更新した。アメリカ経済は、既に実施されている2011年予算管理法による約0.9兆ドルの歳出削減や、給与税等減税の失効、歳出の自動削減といった財政による下押し圧力がある中、金融緩和策が当面継続されることが期待されている。また、企業の業績は堅調に推移しているほか、経済指標も緩やかながら改善傾向を続けている。こうした要因が、アメリカ経済の今後の持続的な回復に対する期待感となって株価を支える材料になっていると考えられる。また、前述のとおり、企業が自社株を購入することによって支えられている面もあると考えられる。

こうした株価の動きについてバーナンキFRB議長は、株価が史上最高値をつけたのちに開催された3月のFOMC後の記者会見において、個別の市場に対する評価は望ましくないとしつつも、「現時点において歴史的なパターンから逸脱しているとは考えておらず、楽観的な経済見通しが高まってきていることや企業収益が高いことなどを考えれば株価上昇との間に特に不自然な関係があるわけではない」といった発言をしている。また、4月30日～5月1日に開催されたFOMCにおいては、3月に開催されたFOMC以降の株価の上昇を、(企業の)底堅い四半期収益報告や中期的に安定的な収益見込み、低金利を反映しているとしており、さらにバーナンキFRB議長は5月の議会証言においても、「我々も注視しているが、現時点では、例えばPER等が適正であるなど、株価や社債といった主な資産価格はファンダメンタルズと矛盾していない」と発言している。

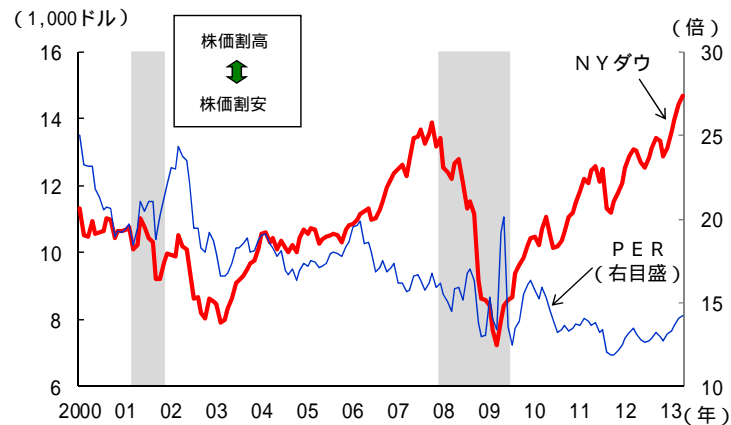
そこで、バーナンキFRB議長の指摘にもある株価の割高・割安を測る一つの指標である株価収益率(PER)の動きをみってみる。これは、企業の純利益¹²と株価水準とを比較しているものであるが、13年に入ってから推移をみると、やや割高方向に推移しているものの、過去の水準と比較しても特に高くはない。例えば、このところのPER

¹¹ 企業が自社株買いを行うと、発行済株式数は減少する一方、その分の資産も減少するため、厳密には自社株買いが必ずしも株価にプラスに働くものではないが、発行済株式数の減少が、投資家の判断指標の一つである一株当たり利益増加や株主資本利益率の上昇につながって投資家の行動に変化を与える場合等、株価が上昇することが多い。なお、FRBの資金循環統計によれば、自社株買いやM&A等により、株式投資において企業自身が最大の買い手となっており、12年10～12月期には4,250億ドルを非金融系の企業が買い越している(同統計によれば同期末の非金融系の株式総額残高は16.2兆ドル)。

¹² NYダウを構成する30銘柄の企業の直近決算における純利益。

は14倍程度と今回の景気循環の谷となる09年6月の13.5倍よりはやや高いものの、その前の景気の山である07年12月の16.2倍、さらにその前の景気の山である01年3月の18.4倍よりも低い水準である（第1-2-22図）。

第1-2-22図 NYダウとP E Rの推移：P E Rは低水準



（備考）1. ブルームバーグより作成。
2. 月中平均値の推移。

また、今回の株高が企業の業績の堅調な推移を反映しているかを検証してみる。株価と企業収益との関係をもてみると、前回、今回のいずれの景気回復局面においても、企業収益の上昇とともに株価が平行に上昇しているのが分かる（第1-2-23図）。ただし、前回の景気回復局面では、株価は金融引締め時には足踏みする局面があったが、その後は景気後退が鮮明となるまで上昇したのに対し、企業収益は、それ以前にピークをつけた後、減少に転じる動きが始まっており、景気局面が変化する前後で両者の動きにかい離がみられた。

実体経済や金融政策の状況が異なることから、必ずしも前回の景気回復局面と同様の動きをすることは限らないが、現状、企業収益は前年比では鈍化してきているものの引き続き増加しており、また、依然低めとなっている現在のP E Rの水準等も踏まえれば、金融緩和策の継続等が前提とはなるものの、今後もしばらくは株価上昇圧力がかけやすい状況が続く可能性も考えられる。