

## I-2. 米国経済

## 【要約】

- ◆ 金融危機後の米国経済は、他の主要先進国・地域よりも回復が進んだ。それを支えてきたのが強力な金融緩和であった。
- ◆ 今後は利上げがゆっくりと進められる中、緩やかな拡張的財政政策が採られる。また、IoT(インターネット・オブ・シングズ)やAI(人工知能)など中国・資源ブームに替わるフロンティアを求め、企業は資本ストックの蓄積を進めるだろう。
- ◆ 長期停滞の懸念は燦る。行き過ぎたドル高によってマイナス成長に陥るリスクや、金融システムの安定性に関わるリスクが顕在化すれば、中期展望の姿は大きく変わり得る。

## 1. 金融危機後の米国経済

## (1) 回復支えた金融政策

他の主要先進国・地域と比べて金融危機後の回復が最も進展

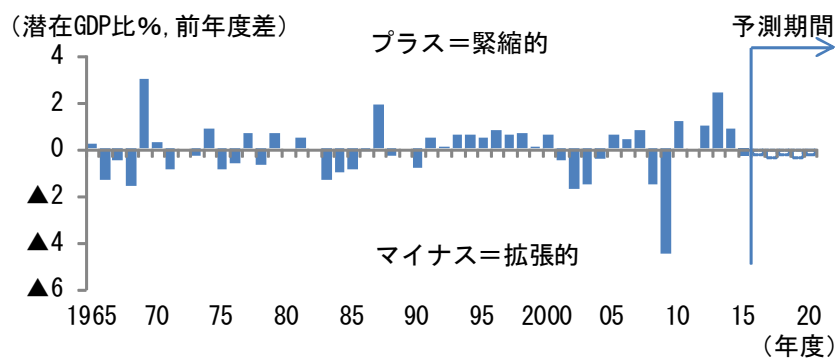
米国経済は、他の主要先進国・地域経済と比べて、金融危機からの回復が最も進んでいる。2015年終盤の実質GDPは、金融危機前の2005年から2008年の間につけた既往ピークと比べて10%上回っている。米国に次ぐ英国でさえ、その実質GDPは既往ピーク比で数%の増加に留まる。日本やユーロ圏に至っては、ようやく既往ピーク並みに戻ったに過ぎない。

強力な金融緩和と、リスク許容度の高い投資家の存在が回復の鍵

米国経済の回復を支えてきたのは、強力な金融緩和と投資家のリスク・テイクの姿勢であったとみられる。金融危機直後こそ、拡張的な財政政策が果たした役割は大きかったが、2010年以降の財政政策は緊縮スタンスに転じた。2013年には1970年代以降で最大規模の緊縮策が採られたことで景気の持続的拡大に冷や水を浴びせることにもなった(【図表1】)。

一方、金融政策は、ゼロ金利政策と段階的であったにせよ拡大を続けた量的緩和策を通じて、住宅ローン問題で傷んだ家計のバランスシート修復を助けると共に、リスク・テイクに旺盛な投資家を刺激し、住宅市場の回復を促した。

【図表1】 財政スタンス



(出所) 米議会予算局(CBO)よりみずほ総合研究所作成  
(注) 2016年度以降はCBO予測

## (2) シェール革命と新興国の拡大

米国は世界最大の産油国となり、地域経済も潤うことに

米国内で花開いたシェール革命も、少なくとも部分的には金融緩和に後押しされた面があるだろう。歴史的緩和の下で多額の資金がエネルギー産業に集まり、米国内ではシェール・オイルの生産が急増、米国は世界最大の産油国という地位を手にした。シェール・オイルを産する地域では、新たな雇用が生まれ、州・地方財政が大きく潤った。

資源ブームに沸いた米国の裏庭経済が、米国の輸出拡大に寄与

また米国の外では、中国を筆頭に新興国の拡大が続き、米国からの輸出拡大に寄与した。中国の成長は、資源需要の高まりを生み、資源国である米国の裏庭経済(カナダやメキシコを含む中南米)の景気を押し上げ、米国からの輸出拡大につながったのである。

こうした結果、金融危機後には10%にまで悪化した米国の失業率は、2015年終盤には5%近傍まで改善し、連邦公開市場委員会(FOMC)が7年ぶりのゼロ金利政策解除に踏み切る大きな材料になった。

## (3) 中国・資源ブームの終焉

米利上げへの思惑と新興国不安が相まって、急速なドル高が進行

しかし、2014年終盤以降、海外経済が様変わりし、米国経済に下押し圧力がかかり始めている。変調とは、中国・資源ブームの終焉に他ならない。FOMCによる利上げ開始への思惑と新興国不安が相まって、為替市場では急速なドル高が進んだ(【図表2】)。

中国経済の減速懸念は資源安を通じて、米国の輸出にも影響

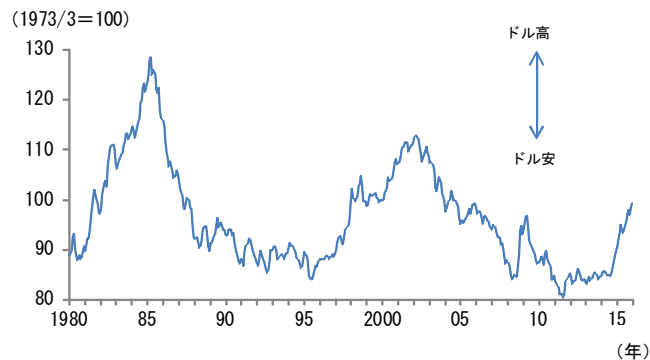
また、中国経済の減速懸念を一因に原油・資源安が進み、上述した米国の裏庭経済に大きな打撃を与えた。こうした急速なドル高と主要輸出先の景気悪化によって、米国の輸出は悪化し、製造業は大幅な在庫調整圧力に曝されるようになった。

原油安は、シェール・ブームで沸いた地域経済や、エネルギー関連企業の信用状況の悪化をもたらしている。原油安やドル高は消費者の実質購買力の高まりにつながるという恩恵をもたらすものの、製造業等の調整圧力は、そうした恩恵の一部を打ち消している。

生産性の伸びが低く、長期停滞という悲観的見方も燃る

また、米国では、雇用拡大の裏返しとして生産性上昇率の低迷という問題が起きている。これは米国経済の潜在成長率に対する悲観的な見方、いわゆる長期停滞論につながっている。

【図表2】ドルの貿易加重実質実効レート



(出所)FRB よりみずほ総合研究所作成

## 2. 今後の米国経済

### (1) 緩やかな拡張的スタンスが続く財政政策

中国・資源ブームの終焉による悪影響がマネージされることを前提

前述したとおり、2015 年終盤までの間に米国経済の外部環境が様変わりしているため、今後の展望が著しく困難になっている。そこで本稿では、中国・資源ブームの終焉に伴う悪影響が、米国及び国際機関を含む海外の関係各局によってうまくマネージ、コントロールされ、先行きの不透明感が早晚払しょくされることを前提としてメイン・シナリオを描くことにし、その後、リスク・シナリオに言及する。

米国経済の今後 10 年を見る上でのポイントは 2 つある。利上げがゆっくりと進められる中で、財政政策では緩やかな拡張的スタンスが続くことと、米企業のアニマル・スピリッツの復活である。

見通しのポイントの 1 つは、緩やかな拡張的スタンスが続く財政政策

米議会予算局 (CBO) によれば、米国連邦政府の構造的財政収支 (対潜在 GDP 比) は、2020 年代初頭まで一貫して緩やかに悪化 (赤字幅が拡大) する。これは今後の財政政策のスタンスが拡張的であることを意味する。

決められない政治のリスクや、大統領選挙次第という面も

もともと、楽観ばかりはしてられない。米国の政権・連邦議会では激しい党派対立から「決められない政治」が常態化しているためである。2015 年終盤には、長年更新を繰り返してきた税制上の時限措置について、議会が延長や一部恒久化を決めるなど、「決められる政治」の片りんが見られた。しかし中・長期的に、債務上限や各年度の予算が政治的駆け引きの材料にならないという保証はない。

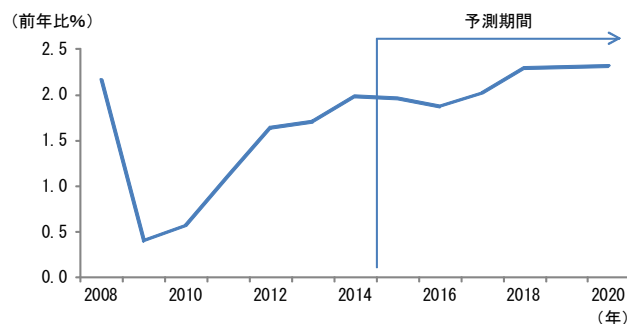
なお、財政政策については、2016 年の大統領・議会選挙の結果によって大きく変わってくる可能性がある点は言うまでもない。

### (2) 期待される企業のアニマル・スピリッツの高まり

見通しの 2 つめのポイントは資本蓄積の緩やかな加速

2 つめのポイントは、米企業のアニマル・スピリッツの高まりによる資本蓄積の緩やかな加速である (【図表 3】)。積極的な設備投資によって、中国・資源ブームに替わる新たな収益源を見出そうとする米企業の動きこそが、今後の米国経済のけん引役である。

【図表 3】 資本ストックの伸び



(出所) 米国商務省よりみずほ総合研究所作成  
(注) 2015 年以降はみずほ総合研究所予測

米国の主要企業は長らく、配当や自社株買いを通じて株主還元を図ってきた。両者を合わせた株主還元利回りは、2011年以降の平均が5.1%と、同時期の名目GDPの伸びを上回った。この間、設備投資の対GDP比率は緩やかな上昇に留まり、金融危機前のピークにも達していない。こうした抑制された設備投資は、資本ストックの蓄積の遅れをもたらしており、前述した長期停滞論をサポートする材料になっている。

中国・資源ブームに替わるフロンティアの追及に、設備投資が不可欠

見方を変えると、これまでの米企業は、積極的な設備投資をせずとも、中国・資源ブームに乗じていれば利益を生み出すことが可能であり、それが配当・自社株買いにつながっていたと言える。しかしながら、中国・資源ブームの終焉によって、今後の米企業は新たなフロンティアの開拓を迫られている。開拓なくして、企業の長期的成長は望めない。

そのフロンティアとして考えられるのは、IoT(インターネット・オブ・シングズ)やAI(人工知能)など様々な技術革新を使った新たな財・サービスの提供である。企業の中にはこうした技術革新を使って事業構造や経営の再構築を進めるところも出てくるだろう。そうなれば、1990年代後半にインターネットがもたらした広範な生産性上昇率(全要素生産性上昇率)の高まりが再現されていくことになる。

投資をけん引役に景気拡大が長期化

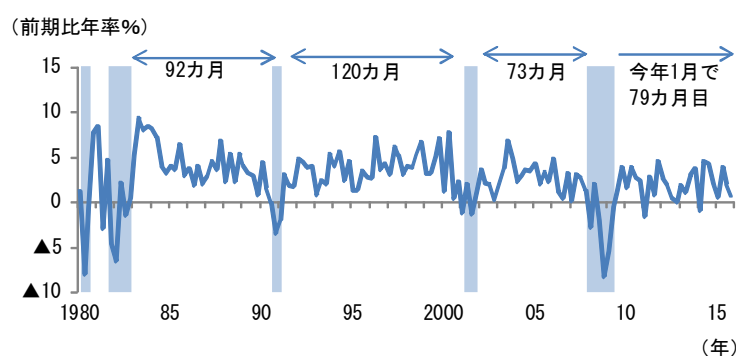
米国の景気拡張期間は2016年1月で79カ月目に入り、金融危機前の拡張期の長さを超えている(【図表4】)。景気の寿命を憂慮する声の一部に聞かれる中、足元では原油安とドル高の影響が輸出と設備投資を大きく下押ししており、中期展望のスタート台は低い。しかし、徐々に新たなフロンティア創出に向けた設備投資が持ち直し、個人消費と共に成長のエンジンとなるだろう。

### (3) 払しょくできない長期停滞の懸念

一方、米国経済に対する長期停滞の懸念は払しょくできない。2016年初頭の金融市場の不安定化は、中期展望のスタート地点そのものが大きく変わってしまいかねないリスクの高まりを暗示している。

米国内における差し迫るリスクとして、次の2つのリスクを指摘しておきたい。

【図表4】1980年以降の米国の実質GDP成長率



(出所) 米国商務省、全米経済研究所(NBER)よりみずほ総合研究所作成  
(注) 網掛けは景気後退

ドル高がさらに進行すれば、米国経済がマイナス成長に陥るリスク

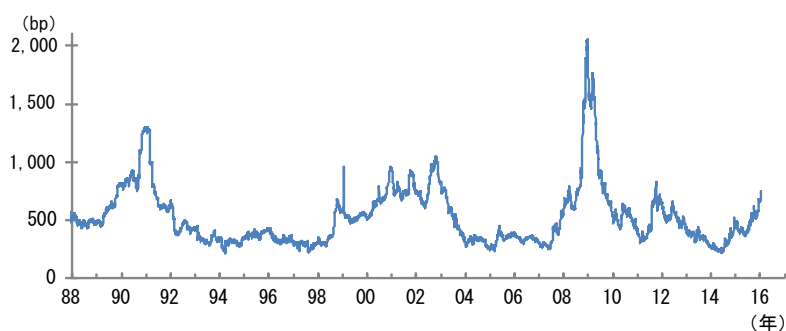
金融市場に高いストレスが生じ、取り付けが起きるリスク

第一に、根深い新興国不安を背景としたドル高が一段と進行することによって、輸出悪化や在庫調整がさらに進み、米国経済がマイナス成長に陥るリスクである。ドルの貿易加重実質実効レートは 2015 年半ば以降だけでも年率 10% 以上増価している。

第二に、金融市場での取り付けリスクである。例えばハイイールド債市場では、すでに 2015 年 12 月に、投資ファンドの 1 つが閉鎖に追い込まれており、ハイイールド債のリスクスプレッドは 2008 年 3 月のベアースターズ破たん時並みの水準にまで上昇している（【図表 5】）。米国のハイイールド債市場は 1 兆ドル超と、かつてのサブプライム住宅ローン市場に匹敵する規模を持ち、パニック的な動きが広がれば影響は計り知れない。

ハイイールド債市場以外にも、資源安が金融的ストレスへと波及したり、地政学的リスクが顕在化したりするなど、内外でショックが生じ得る。いずれにせよ、米国経済が深刻なマイナス成長に陥る事態となれば、金融危機後がそうであったように、その後の米国経済や潜在成長率のパスは、事前の想定を大幅に下回ることになるだろう。

【図表 5】米ハイイールド債のリスクスプレッド



(出所) Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

(注) Barclays Capital が作成している指標で、米国債 10 年利回りとの差

みずほ総合研究所  
 主席エコノミスト 小野 亮  
 makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

© 2016 株式会社みずほ銀行・みずほ情報総研株式会社・みずほ総合研究所株式会社

本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、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊社の書面による許可なくして再配布することを禁じます。