

I-2. 米国経済

【要約】

- ◆ 米国経済を展望する上でのキーワードは「成長」と「格差」である。成長という観点では、米国経済は金融危機の傷が癒え、良好なスタート台に立っていると言える。
- ◆ 良好な雇用環境に支えられ家計支出の拡大が続く。企業部門では、新たなフロンティア開拓の必要などから設備投資が緩やかに高まるだろう。
- ◆ 政策的課題としては、高齢化などに伴う財政赤字の膨張と格差への対処が挙げられる。格差拡大が成長を阻害し得る点にも配慮した「包摂的成長」政策が求められる。

1. 今後 10 年の米国経済

(1) キーワードは「成長」と「格差」

「成長」という観点では、金融危機からの傷はほぼ癒えた

今後 10 年を展望するにあたり、まず初めに米国経済の健康状態をチェックしておく必要がある。結論を先に言えば、成長という観点では、一部のセクター（エネルギー関連企業や輸出関連企業）を除けば米国経済はかなり健康に近い。2008 年の深刻な金融危機によって、米国経済のけん引役である家計部門（及び金融部門）は大きく傷ついた。しかし、危機後の財政・金融政策による大掛かりな下支えによって、集計された経済指標で計測する限り、傷はほぼ癒えていると言える。

「格差」という観点では、少なくとも改善していない。格差が成長を阻害する可能性に注目が必要

ここで「集計された経済指標」というやや分かりにくい言葉を使ったが、その理由は、政策的には、個々の家計あるいは個人が置かれた環境の違いに目を向ける必要性が高まっていることを強調するためである。すなわち、成長ではなく格差という観点に立てば、米国経済の傷はむしろ悪化しているか、少なくとも改善してはいない。もし、格差の拡大が成長を阻害するようであれば、その分を割り引いて今後の米国経済の成長力を考える必要がある（【図表 1】）。

以下では成長という観点からの展望を述べた後、リスク要因として米国の格差問題が持つ示唆を整理する。

【図表 1】 展望のポイント: 成長と格差

	成長	格差
現状評価	金融危機の傷は癒えた	改善せず
展望への示唆	一部問題を抱えつつも良好なスタート環境	伝統的見方：格差は成長を促進 近年の見方：格差が成長を阻害するおそれ

(出所) みずほ総合研究所作成

(2) エンジン役の個人消費と賃貸中心の住宅市場

米国経済は名目 GDP に占める個人消費の比重が 7 割近くを占める。その重みは主要先進国の中で際立っていること、そして、個人消費の基盤は労働報

酬にあることを踏まえると、雇用動向は、米国の経済成長にとって他国に比してより重要な意味を持つと考えられる。

失業率はすでに自然失業率並み。今後10年は、良好な雇用環境が見込まれ、消費を支える

米国の失業率は、金融危機時には10%に上昇したが、今や自然失業率並みの水準にまで低下した。自然失業率は5%をやや下回る水準(連邦公開市場委員会の場合、4.7%~5%)と言われている。インフレ率の加速が見られない点で、自然失業率はこうした水準よりもやや低い可能性が残るものの、米国経済は、労働市場にほぼ緩みのない状態を達成していると言って大きな間違いはないだろう。今後10年の個人消費を展望すると、そのスタートは良好な環境に恵まれているということだ。

人口、労働力の双方も緩やかな伸びが見込まれる

米国の個人消費には、人口の伸びという支えも期待できる。米国では金融危機を契機に出生率が低下し、2%を割り込むようになったが、その低下傾向も一服している。今後10年は高齢化による一段の影響が避けられないが、米商務省センサス局によれば、米国の人口は2025年時点でも前年比0.7%の伸びを維持するとみられている。さらに米議会予算局によれば、景気循環の影響を除去した潜在的な労働力人口も、この先5年程度は伸びが鈍化するものの、その後の5年は0.5%程度の伸びに戻るとみられており、安定した就業者の増加が見込める。

債務リストラ圧力から解放されつつある家計

家計部門全体で見れば、かつて住宅ブームで積み上げた住宅ローンの重石から解放されてきている点も、個人消費にとっては重要である。ストック概念である家計債務残高(対可処分所得比)は、金融危機後の債務リストラの中で大きく低下してきたが、足元では低下テンポが緩み始めており、家計部門全体では債務リストラの目処がきつ々しあることを示唆している。また、フロー概念である債務返済負担の改善は目覚ましい。歴史的な金融緩和の助けによって、対可処分所得比率は統計が得られる1980年代以降で最も低い水準にある。

これらの点を踏まえると、個人消費は今後10年も米国経済のエンジンであり続け、息切れすることはないだろう。

良好な雇用環境が住宅市場拡大に寄与。ただし賃貸中心が続く

労働市場の緩みが消え、良好な雇用環境が支えとなり、住宅市場も拡大が続くだろう。しかしその中身は、持ち家化の動きが進まず、金融危機後のこれまでと同様の賃貸中心の市場拡大が予想される。

金融危機後、米国の住宅市場では、住宅ローンに対する規制強化と金融機関による貸出基準の厳格化、雇用回復の遅れによる若年層の自己資金不足などの要因が相まって、新たに家を持つことが困難となり、賃貸中心の回復が続いてきた。

住宅市場の今後10年を展望しても、金融機関による保守的な貸出姿勢が大きく変わる要素は見当たらない。2005年頃までのかつての持ち家ブームが再来することは期待薄である。若年層の一部は多額の学生ローンを抱える者がおり、これもまた、持ち家ブームの再来にとって大きな障害である。

(3) 新たなフロンティアの開拓が求められる米企業

原油・資源安により、設備投資はスロースタート

米国経済の今後を展望する上で不確実性が高いのが、企業の設備投資である。名目GDPに占める設備投資の比率はすでに2014年にピークアウトしている。原油・資源安を受け、石油掘削関連や農業関連などの設備投資調整が起きたためだ。中国・資源ブームの終焉による悪影響が消えて無くなるには数

生産性上昇率の低さと雇用コストの上昇が設備投資を後押し

年を要し、設備投資比率の持ち直しは遅れるだろう。

一方、今後の設備投資には、個人消費に並ぶけん引役として期待できる面もある。金融危機後の抑制的な投資活動によって労働生産性上昇率が低位となっていると共に、今後は労働需給がひっ迫しやすくなり、雇用コストが高まる局面に入る。米国の企業は、積極的に設備投資を進めていかなければ、利益を増やしていくことが難しい環境に直面するのである。

米国の主要企業は長らく、設備投資による収益力向上よりも、配当や自社株買いを通じた株主還元を軸足を置いてきた。配当と自社株買いを合わせた株主還元利回りは、2011年以降の平均値が約5%と、同時期の名目GDP成長率の伸びを上回った。こうした企業行動によって資本蓄積が遅れるようになり、米国経済の潜在的な成長率に対する悲観的な見方、いわゆる長期停滞論をサポートする材料になっている。

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も言える。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。

巨額のキャッシュの積み上がりも、将来のブレークスルーを予感

米企業部門で積み上がる巨額のキャッシュについても、ポジティブな見方が可能だ。通常、こうしたキャッシュの積み上がりは先行き不透明感の強まりの反映であり、設備投資に消極的な姿勢の表れとみられている。しかし最近の研究では、テクノロジーや医薬などR&D集約的なセクターに属する企業にキャッシュが集中しており、将来のブレークスルーに備えた企業行動と解釈することができると言われ始めている。

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、様々な革新的技術を使った新たな財・サービスの提供である。企業の中には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。無論、イノベーションの将来予測は難しい。2000年代半ば、米国が天然ガスの輸入国から輸出国に転じるとの予測が発表され、シェール革命という言葉が生まれた。しかしその後の展開はこの予測を超えた。シェール革命の舞台は天然ガスから原油に移り、10年後の今、米国は世界最大の産油国の地位に立っている。

どのようなイノベーションが主役に躍り出るとの予測は難しいが、前述のとおり、今後の米企業を取り巻く環境は、生産性の改善が必須の経営課題であることを示している。米企業が積極的な設備投資に出るまでにはまだ時間がかかるが、展望期間の後期には、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と期待される。

2. 米国の政策的課題

(1) 膨張する財政赤字

国を問わず、安定的な経済成長を達成するためには、財政・金融政策の適切な運営が不可欠であることは言うまでもない。金融危機後の米国では、財政政策が拡張と緊縮の間で大きく振れてしまったものの、金融政策が断続的ながらも一貫して緩和スタンスを強化してきたことで、早期の回復が実現した。

財政政策は拡張的、金融政策は引き締めのポリシーミックス

今後の10年を展望すると、財政政策は緩やかな拡張スタンス、金融政策は緩やかな引き締めスタンス(金融政策の正常化プロセス)というポリシーミックスとなる。

米議会予算局によれば、連邦政府の財政赤字はGDP比でみて2015年の2.5%から2020年には3.7%、2025年には4.6%に拡大する。1950年代以降で、景気後退期直後を除いた言わば平時の財政赤字が、GDP比でこれほど拡大したことはない(【図表2】)。財政赤字が膨らむのは、税収が微増の一方で、高齢化などを背景に社会保障・医療費の支出が負担となるためだ。財政赤字の拡大が続く結果、米国の連邦政府債務残高は2015年の13兆ドルから2025年には22兆ドルへ膨張する見込みである。GDP比は10%ポイント上昇し、第二次世界大戦後では最高水準となる。

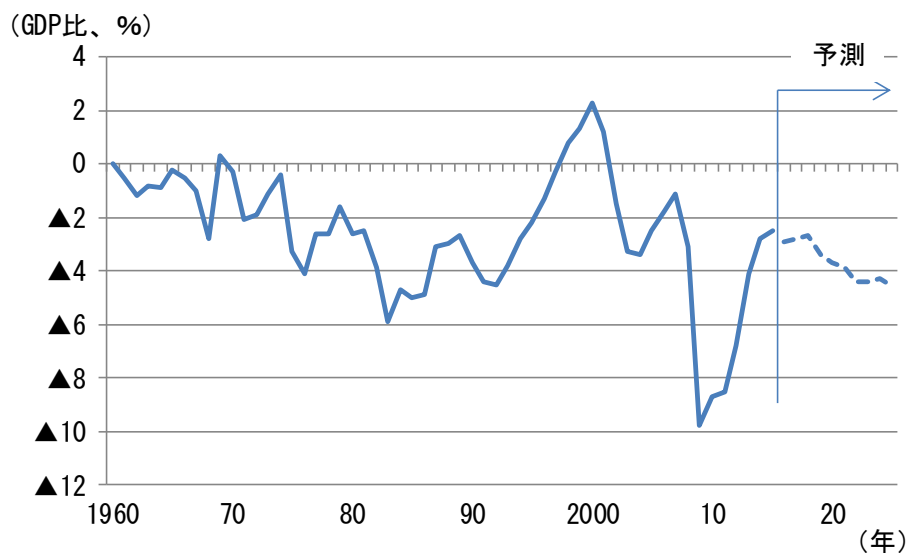
財政赤字の抑制が問われる

財政赤字の拡大は米国のみならず先進国共通の課題である。果たして、新興国経済の拡大による世界的な貯蓄余剰(グローバル・セービング・グラット)が続き、先進国の財政赤字ファイナンスが容易なままなのか(世界的な長期金利の低位推移)、それとも財政赤字のファイナンスの世界的な奪い合いが始まるのか(長期金利の上昇)、その行方が注目される。そうした中、米国政府・議会は、財政赤字の拡大を抑制することができるのか、その手腕を問われることになる。

難しいかじり続く金融政策

米国自身の財政状況や世界的な金融環境の行方に不透明感が残る中、果たして米国の金融政策も、円滑な正常化プロセスを進められるのか課題が残る。一方では正常化を急ぎ過ぎれば国際金融市場の混乱の引き金となりかねず、他方では正常化を過度に遅らせれば新たなバブルが膨らんでしまいかねない。

【図表2】連邦財政収支



(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(2016年3月公表値)

(2) 包摂的成長

大統領選を左右するほどに強まる格差への不満

これまで成長という観点から今後の米国経済を展望してきた。不確実性を抱えつつも成長の基盤はしっかりしている、と結論づけることができるだろう。一方、米国では格差の拡大に人々の不満が高まり、2016年の大統領選挙では最も重要な論点になっている。今後10年の米国経済を展望する上でも、この格差問題は重要なポイントとして位置づけられる。定量化は難しいものの、格差拡大が成長を阻害する可能性が指摘されるようになってきているためだ。

伝統的な見方では、格差は一時的で、格差が成長を促進する面も

成長と格差の関係についての古くからの論調は、①格差の大きな高成長分野へのシフトによって格差は拡大するが、シフトが一巡すれば格差は縮小する(クズネットの逆U字曲線)、②富める者が富めば、いずれ恩恵は貧者にも及ぶ(トリクルダウン理論)などというものであった。因果関係は「成長→格差」であり、格差拡大は一時的という考え方である。さらに逆の因果関係を考えた場合、格差は成長を促進するという見方もある。富裕層による貯蓄が投資の源泉になるという。

近年は、格差が成長を阻害し得る点にも注目

しかし近年は、格差が成長を阻害するおそれがある点に、注目が集まるようになってきている。大統領経済諮問委員会(CEA)の2016年の報告によれば、成長にとって重要なのは貯蓄(あるいは資源)の量ではなく、質だという。格差拡大によって教育へのアクセスが減少すれば、労働力の質が確保できなくなる。また、米国の特質とも言える起業家精神が損なわれるおそれや、自由な市場への信頼が失われ監視コストが増大するおそれ、政治的不安定さの増大などが懸念されるという。

こうした懸念は身近にも見聞きするところでもある。成長と格差解消を両立させる「包摂的成長」の実現が、今後の米国の政策運営上の課題であることは間違いない。

みずほ総合研究所調査本部
欧米調査部 小野 亮
makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

©2016 株式会社みずほフィナンシャルグループ

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。