

復活する米国経済

人口動態や長期失業問題に生じつつある変化が潜在成長率を押し上げ、国内エネルギー生産の拡大は海外依存度の低下を通じて、米国経済の頑健性を高め、外交面での柔軟性も確保する。こうした経済構造面でのポジティブな変化に、住宅市場の回復がもたらす循環的な押し上げの力が加わることで、米国経済は復活に向けて既に歩み始めた。財政問題の先には、米国経済の復活が見えている。

CBO が示した慎重な予想

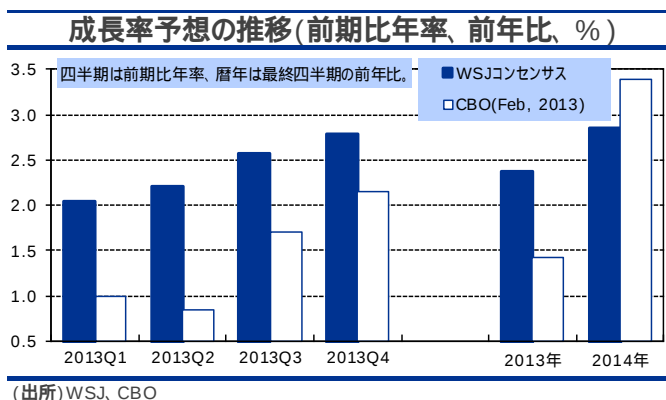
2月5日に米議会予算局（CBO）が公表した財政及び経済見通し（The Budget and Economic Outlook）では、成長率を最終四半期の前年比ベースで2013年1.4%、2014年3.4%、暦年平均では2013年1.4%、2014年2.6%と予想している¹。「財政の崖」転落を前提とした前回の2012年8月見通しでは2013年をマイナス成長と予想していたため、「財政の崖」回避に向けた民主党と共和党の1月1日合意により富裕層以外へのブッシュ減税延長が恒久化されたことなどを受け、成長率見通しは大きく改善したと言える。

広く知られているようにCBOはあくまでも現行法制を前提とするため、未だ民主党と共和党の間で回避に向けた合意が成立していない3月1日の自動歳出削減措置（Budget Sequestration, Budget Sequester）の発動、すなわち850億ドル²の歳出削減実施を前提として、財政及び経済の見通しを作成している³。自動歳出削減額850億ドルはGDP比で0.53%に相当するため、（波及効果などを無視して単純化した場合）自動歳出削減措置が完全に先送りされれば⁴、CBO見通しは相当程度上振れする。単純試算では、2013年平均の成長率が0.5～0.6%Pt程度押し上げられることになる（最終四半期の前年比はパスにも依存する）。

CBOが示した2013～2014年の成長見通しは、未だ財政問題が米国経済の重石となっていることを示すと同時に、財政問題以外の面では米国経済が正常化へ向かっていることを確認するものでもある。CBOが2013年低成長の後に予想する2014年の成長率2.6%⁵は、一般に考えられている米国経済の潜在成長率である2%台半ばに一致し、更にCBOは2015～2018年に成長率が3.7%へ高まるとも予想している（2019～2023年は2.3%成長へ再び鈍化）。

自動歳出削減発動のリスク

今後2月後半にかけて、自動歳出削減措置をめぐる政治的な駆け引きは激しさを増すと考えられる。最終的に、両者の交渉が合意に達せず、自動歳出削減措置が発動され、米国が「財政の階段」を踏み外す可能性を否定はできない。なお、WSJが月次で実施しているエコノミスト・サーベイによると、2013



¹ “The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2013 to 2023” Feb 5, 2013, CBO

² 本来は1,100億ドルだが1月1日の合意(The American Tax Relief Act)によって、3月1日まで2ヶ月間発動が遅れたため、2013年の削減額は850億ドルとなる。

³ ホワイトハウスが歳出削減の内容について詳細に公表している。

⁴ オバマ大統領は自動歳出削減措置の先送りを求めている。

⁵ 但し、歳出削減措置が先送りされれば、2013年の成長率が上方修正される一方、2014年の成長率は2.6%から下方修正される。

年の最終四半期前年比はCBOより高い 2.4%がコンセンサスとなっている⁶。その前提でもある四半期の成長率は、2013 年 1～3 月期が前期比年率 2.0%、4～6 月期は 2.2%であり、米国経済が「財政の階段」を踏み外さないことが想定されている模様である。米国経済が「財政の階段」を踏み外した場合には、コンセンサス予想は下振れが避けられないだろう。

米株上昇の背景

財政面に差し迫った下振れリスクを抱えつつも、米国株は上昇を続けている。S&P500 指数が 2007 年 11 月以来の高値を更新した要因としては、世界的なリスク選好度合いの回復もあるが、米国経済が正常化へ向かいつつあり、今後の成長へ向けた地力を蓄えていることこそが最も重要と考えられる。

本稿では、米国経済の正常化と言う観点から、人口動態や長期失業、住宅市場、エネルギー生産、貿易収支などに着目して論じる。

人口動態の変化

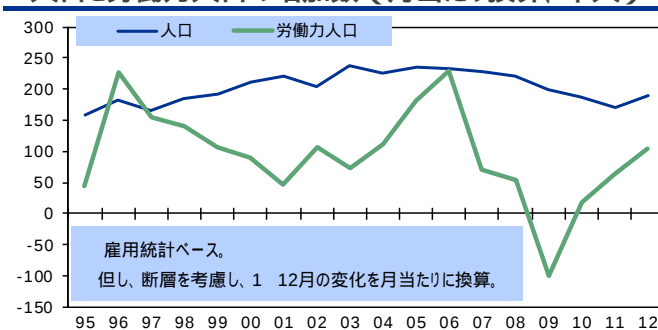
人口の伸びが回復

第一のポイントは、人口の伸びが回復しつつある点である。雇用統計ベースで見ると 16 歳以上人口（Civilian non-institutional population）の増加幅⁷は 2008 年まで月当たり 22～24 万人で推移していたが、金融危機を受けて鈍化、2009 年から 20 万人を割り込んだ。増加幅は、2011 年に 17.1 万人まで低下したが、2012 年には 18.9 万人へ再び高まっている。こうした 16 歳以上人口の伸び回復には、海外からの人口流入の持ち直しが影響している可能性が高い。金融危機以降の米国経済における働き口の減少を受けて、減少傾向にあった海外からの人口流入数が、2010 年をボトムに持ち直し、2011 年、2012 年と増加している⁸のである。

労働力人口も 2 年連続で増加

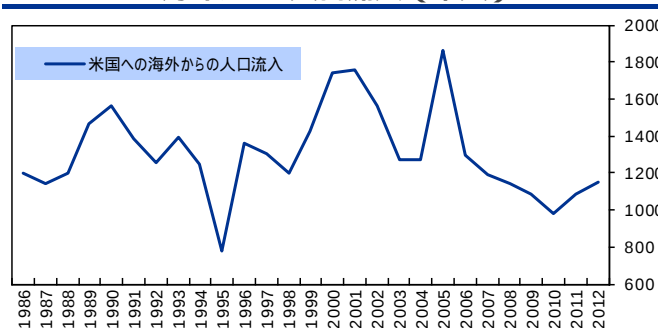
人口の伸び回復以上に、人口動態における重要な変化は、潜在成長率に影響する労働力人口が持ち直しへ転じたことである。労働力人口は 2009 年に月当たり ▲10.1 万人と減少を余儀なくされ、2010 年もほぼ横ばいにとどまったが、その後は 2011 年 6.4 万人、2012 年 10.5 万人と増勢が徐々に加速しつつある。また、

人口と労働力人口の増加数（月当たり換算、千人）



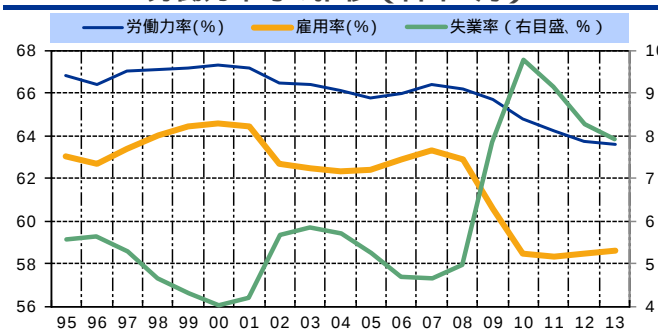
(出所) U.S. Department of Labor

海外からの人口流入（千人）



(出所) U.S. Census Bureau

労働力率等の推移（各年1月）



(出所) U.S. Department of Labor

⁶ 民間エコノミストは、2013 年後半の大幅な成長率加速を予想しているため、最終四半期の成長率が高くなっている。

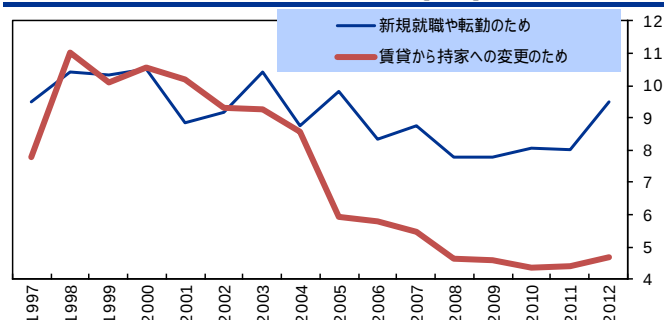
⁷ 人口推計の断層を勘案し、人口と労働力人口については 1 月～12 月の伸びを月当たり換算して用いている（12 月から 1 月の伸びは含めていない）。

⁸ 厳密には、2005 年までと 2006 年以降では、調査方法の変更による断層が存在する（詳細は商務省資料を参照）。

各年1月時点の労働力率(労働力人口が人口に占める割合)を見ると、2009年以降2012年まで4年連続で毎年0.5%~0.6%Ptの低下を示してきたが、2013年1月は63.7%と2012年1月の63.6%から僅かな低下にとどまり、下げ止まりつつあることが確認できる。

労働力率の下げ止まりには、雇用情勢の回復が影響しているが、居住地移動率の上昇により、求職が容易な、また求人も多く実際の就職にも繋がりやすい地域へ、米国民が移動している影響も大きいと考えられる。後述する住宅市場の回復などを受けて、2012年に米国民の居住地移動率が2002年以来、実に10年ぶりの上昇に転じた。居住地移動の理由を見ても、新規就職などを挙げる比率が2012年に大きく高まっている。

居住地移動の理由(%)



(出所) U.S. Census Bureau

長期失業問題

第二は、雇用情勢における最大の問題とも言える長期失業に改善の兆しが見られる点である。

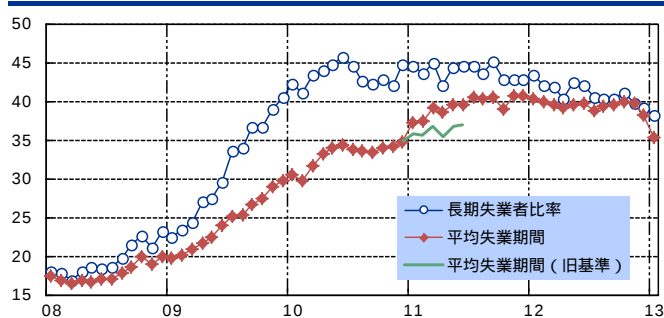
失業期間の長期化は、失業者のスキル低下や陳腐化を招き、再就職できたとしても給与水準の低下につながると思われる。また、そうした就労者のスキル低下は、一国経済全体として損失が極めて大きいため、バーナンキ FRB 議長も長期失業問題について繰り返し言及、現在の超緩和的な金融政策を正当化する理由の一つに挙げている。実際、失業期間が27週以上の長期失業者が失業者に占める比率(長期失業者比率)は2010年に一時45%に達し、2012年も平均で41%と高止まりが続いた。

長期失業率が1年で1ポイント低下

但し、判断の尺度を変えて、失業期間別の失業者の労働力人口に対する比率すなわち短期失業率(失業期間27週未満)と長期失業率(失業期間27週以上)を見ると、幾分違う景色が見えてくる。短期失業率と長期失業率は共に金融危機に伴い急上昇したが、景気悪化が止まり新たな失職者の発生が抑制されるのに伴い、短期失業率は2009年半ばの7%弱をピークとして下落へ転じ、2010年に5%程度まで低下した。但し、その後は、より良い職を求めての離職者や労働市場への新規及び再参入もあって、短期失業率は5%程度の水準で一進一退となっている。足元の短期失業率の水準は、金融危機前までの3%台後半から5%のレンジ推移のほぼ上限に位置するが、異常に高いというほどではない。米国経済の成長率が、2%前後にとどまることを踏まえれば、相応の水準とも言えるだろう。

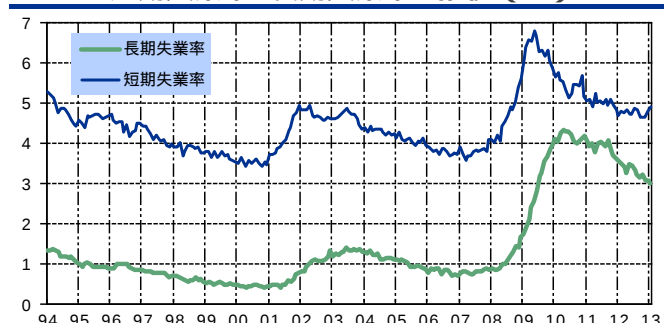
一方、長期失業率は短期失業率に遅行して2010年まで上昇を続けた後、2011年半ばまで4%程度で高止まりした。しかし、2011年終盤から低下へ転じ2013

長期失業の動向(%,週)



(出所) U.S. Department of Labor

短期失業率と長期失業率の推移(%)



(出所) U.S. Department of Labor

年初めの 3%まで約 1%Pt 低下、長期失業状態は緩やかにではあるが解消へ向かっている。すなわち、2011 年終盤以降の失業率低下には、短期失業者ではなく長期失業者の減少が寄与してきたのである。

もちろん、長期失業者が労働市場から退出したが故に、失業率が低下している可能性もある。ただ、2012 年には労働力人口の月当たり 10.5 万人増加を雇用者の 15.4 万人増加が上回り、失業者が 4.9 万人減少した。マクロで見る限り、長期失業者の減少は、就職を諦めた非労働力化が主因ではなく⁹、就労によって引き起こされていると判断できる。

就職確率と失業期間

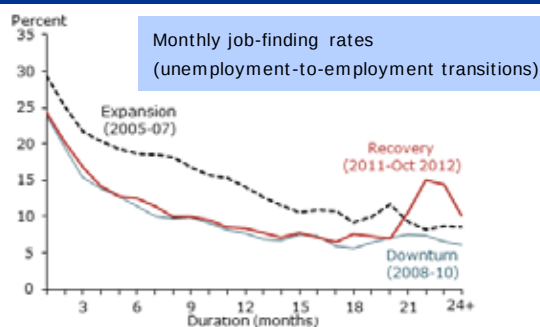
また、サンフランシスコ連銀のサーチ¹⁰では、2008 年以降の期間において、失業期間が 1 年以上の場合、新たに職を獲得する確率は、失業期間に大きく影響されないこと（つまり失業期間が 1 年でも 1.5 年でも 2 年でも大きくは変わらない）が示されている。つまり、一般に考えられているよりもスキル低下や陳腐化が就労に及ぼす影響は小さい可能性がある（但し賃金面については別かもしれない）。加えて 2011 年以降は失業期間が 21～24 ヶ月の失業者において顕著に就職確率が上昇している。

現在の長期失業率の水準は 3%であり、金融危機前の 1%前後に比べ、極めて高い。その意味で、長期失業が雇用情勢における最大の問題の一つであることは間違いない。但し、長期失業問題が解決へ向かっていることも、また確かである。

住宅市場の回復

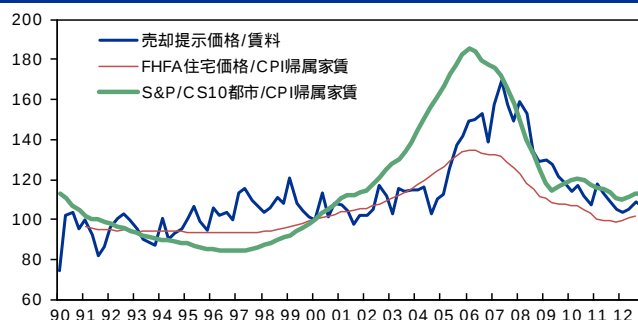
第三のポイントは、既に言い古された感もあるが、住宅市場の回復である。住宅バブルに際し急上昇した住宅価格が十分に下落したことで賃料対比での住宅価格の割高感が解消、また家計の過剰債務調整も相当に進捗したことから、家計の住宅購入意欲が回復しつつある。FRBの銀行融資担当者調査（SLOOS）では最新の 2013 年 1 月調査まで 6 四半期連続で住宅ローンに対する需要が強くなったとの回答が過半を占めている¹¹。こうした需要回復を受けて、住宅販売（新築+中古）は 2012 年に 1 割程度拡大、住宅在庫が極め

失業から雇用への遷移率



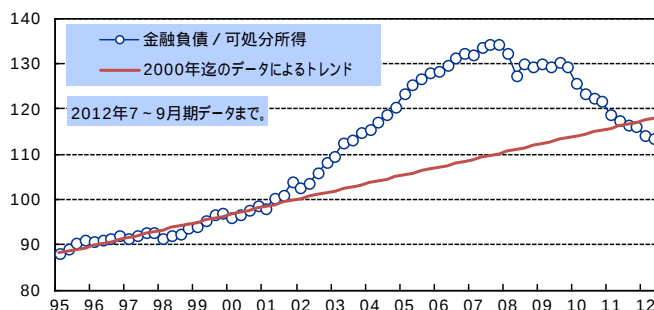
(出所)FRBSF "Long-term Unemployment: What Do We Know?"

住宅価格と賃料の関係（2000年1～3月期＝100）



(出所) CEIC

家計の可処分所得に対する金融負債の比率（％）



(出所) CEIC

⁹ 2012 年は失業者数が月当たり 4.9 万人減少したのに対し、長期失業者は 6.9 万人減少している。失業者変動が全て長期失業者により生じたとの厳しい仮定の下でも、長期失業者の減少分の 7 割が就労に伴うことになる。

¹⁰ "Long-term Unemployment: What Do We Know?" Feb 4, 2013, FRBSF Economic Letter

¹¹ 2013 年 1 月調査では、プラス幅が縮小した。同調査では季節性を除去するかたちで質問が行われているが、一見して分かるように季節性が残っている可能性が高い。米国の住宅市場は夏場が活況、冬から春は低調という季節性があり、そうした季節性が 1 月調査でのプラス幅縮小に影響したと推測できる。

て低水準にあることを反映し、住宅着工に至っては3割近い大幅増加を記録した。米国の住宅市場では、回復が鮮明になりつつあると言えるだろう。

住宅市場回復が景気拡大を後押し

金融危機以前の景気循環では住宅投資が景気拡大のけん引役であったが、住宅バブル崩壊のために、2009年からの景気拡大局面において、住宅投資はけん引役としての機能を果たすことが出来なかった。それが、米国経済の回復ペースが、緩慢なものにとどまってきた一因と言える。しかし、2012年以降は、住宅投資が景気けん引役のポジションに復帰し、米国経済の回復ペースも徐々に加速すると考えられる。

住宅市場の回復は、耐久財購入など派生的な需要を喚起し消費拡大を促すほか、建設業の雇用増加にも結びつく。住宅バブル崩壊を受けて建設業の雇用者数は2010年まで4年連続で減少した後、2011年から増加へ転じたものの、増加幅は2012年7～9月期まで月当たり1万人程度のごく緩やかなものにとどまっていた。しかし、2012年10～12月期には月当たり2.3万人へ増勢が加速、2013年1月も2.8万人と増加基調を維持している。

住宅市場回復の人口動態への影響

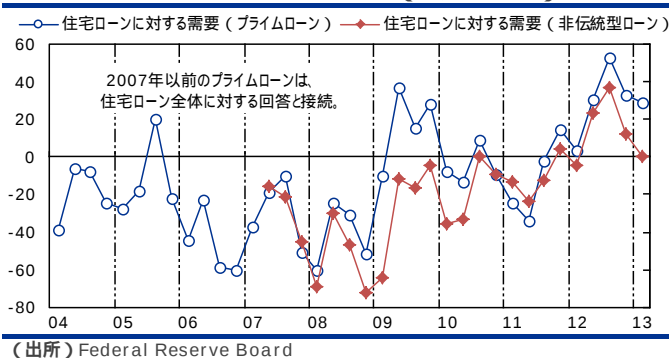
住宅市場の回復に伴い、住宅価格も上昇へ転じた。公的な住宅価格指数であるFHFA住宅価格指数は2012年11月に前年比5.7%上昇、WSJサーベイでは2012年に平均4.1%上昇した後、2013年も3.9%の上昇継続が見込まれている。こうした住宅価格の上昇は、住宅資産価値を押し上げ、Underwater状態（住宅価値が住宅ローンを下回る状態）の家計を減少させる。住宅ローンという「くびき」から解放されたことが、第一のポイントで指摘した米国民の居住地移動率の回復に繋がっていると考えられる。

エネルギー生産

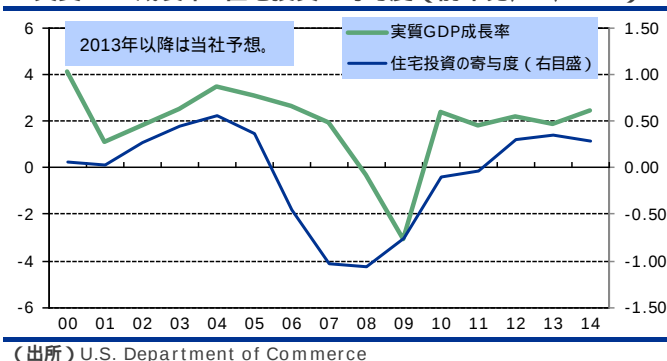
エネルギーの海外依存度が大幅に低下

第四は、シェール革命がもたらすエネルギー生産拡大による、米国のエネルギー自給率上昇と貿易収支改善の可能性である。シェール革命に伴い、米国では原油や天然ガスなどの生産が大幅に拡大している。原油生産は2012年まで4年連続で増加し、2012年の増加率は1割を大きく上回ったと見込まれる。米国の原油生産増加率は、世界全体の伸びが2%程度にとどまる

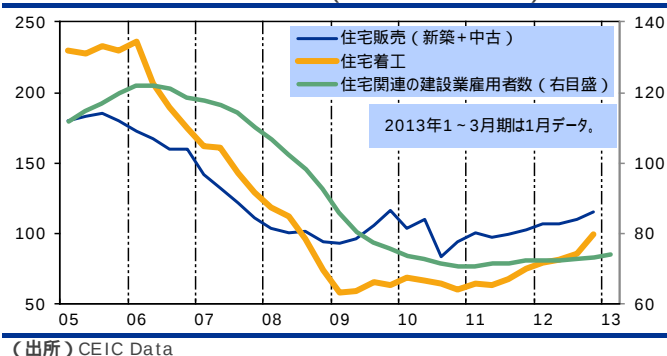
住宅ローンに対する需要（強い-弱い）



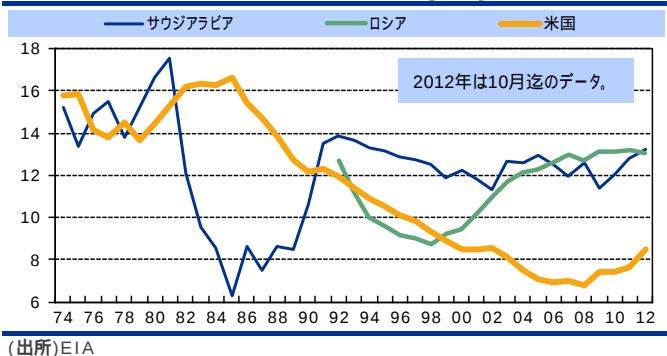
実質GDP成長率と住宅投資の寄与度（前年比、%、%Pt）



住宅市場の動向（2008年=100）



世界原油生産シェア（%）



下で際立っており、世界生産に占める米国のシェアは2008年の6.8%をボトムに2011年は7.6%へ、2012年には更に1%Pt程度もシェアが高まった模様である。

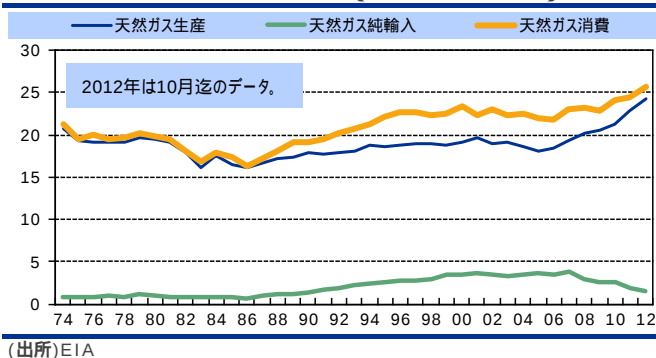
また、天然ガスの生産量は、2006年以降7年連続で増加、2012年には2005年の1.3倍まで拡大したと見込まれる。こうした原油や天然ガスの増産により、化石燃料を中心に米国の一次エネルギー生産は大幅に増加し、エネルギー効率の改善（2012年は4.7%も改善した見込み¹²⁾とも相俟って、エネルギー輸入量の急減に繋がっている。2006年に3割を超えていた熱量ベースでの一次エネルギー純輸入量が消費量に占める比率（＝海外依存度）は、2012年に16%程度まで低下、ほぼ半減したと見込まれる。

カナダメキシコを含めると石油も消費の8割を確保
米国のエネルギー対外収支の内訳を見ると、石炭は従来から輸出超過、バイオ燃料も2008年に輸出超過に転じており、輸入超過となっているのは石油と天然ガスである。エネルギー純輸入全体に占める、各エネルギーのシェアを見ると石油が109%、天然ガスが11%程度であり、石油の存在感が圧倒的に大きい¹³⁾。

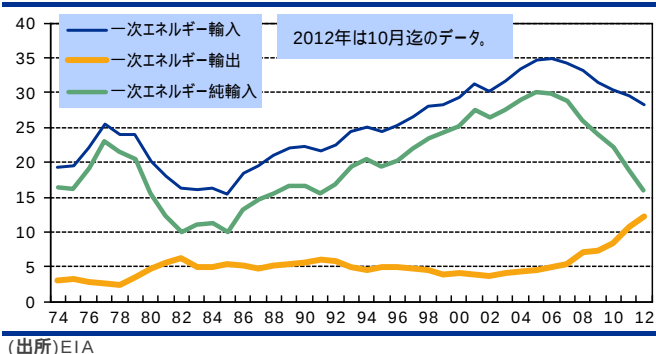
まず、天然ガスから見ると、天然ガス純輸入が天然ガス消費に占める比率（天然ガスの海外依存度）は2005年の16%をピークに、2012年は6%程度まで低下したと見込まれる。加えて、米国の天然ガス輸入の9割は政治的・経済的に親密なカナダからであり（米国もカナダへ輸出している）、北米全体で見ると天然ガスについては既に自給が達成できている。

一方、石油は、消費に占める輸入の比率が2006年の66%から2012年に57%程度へ、純輸入では2005年の60%から2012年に41%程度へ低下したと見込まれるが、それでも天然ガスに比べれば、未だ海外依存度が圧倒的に高いことには変わりはない。但し、米国内生産にカナダ及びメキシコからの輸入を含めた比率、言わば北米生産比率¹⁴⁾で見ると、2005年のボトム58%

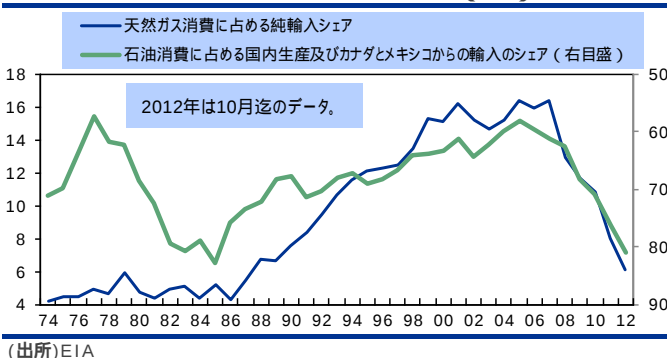
天然ガス供給と消費（兆立方フィート）



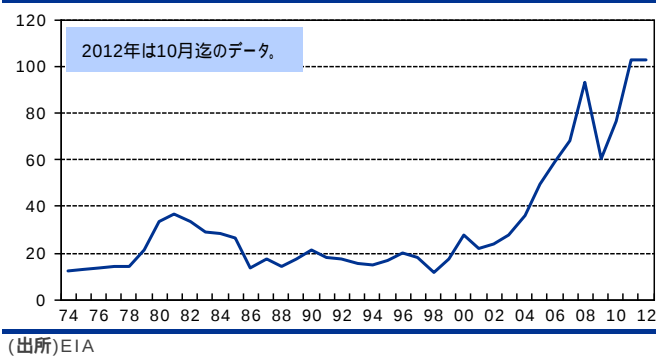
一次エネルギー輸出入（一次エネルギー消費に占める比率、%）



天然ガスと石油の調達動向（%）



原油入着価格（ドル/バレル）



¹²⁾ エネルギー原単位は2011年迄の10年間で14%低下したが、2012年は▲4.7%と更に大幅に低下が進んだ見込みである。

¹³⁾ 純輸出となっているエネルギーがあるため、純輸入に対する比率は100%超となりうる。石炭は▲20.3%、バイオ燃料は▲0.2%である。なお、純輸入ではなく、輸入に占める比率で見ると、石油は86%、天然ガスは12%となる。

¹⁴⁾ 但し、カナダ及びメキシコの消費や、同国向けの輸出などは考慮していない。

が2012年には80%超まで高まった模様であり、実質的な自給率は大幅に改善している。なお、北米生産比率が80%を超えるのは1985年以来である。

原油価格2倍、貿易赤字のGDP比は半減

こうしたエネルギーの対外依存度の低下は、当然ながら貿易収支にも影響する。上述した熱量ベースでの収支改善を受けて、価格変動を勘案した実質ベースでの石油貿易赤字は既にピークの5割強まで縮小した。原油価格の上昇を受けて石油輸入額が高止まりしているため、残念ながら名目ベースの貿易赤字の縮小は大きく進んでいないが、それでも2005年10～12月期に名目GDP比6%に達していた貿易赤字額は2012年に3%台半ばまで縮小している。2012年の米国の原油輸入価格が2005年の2倍超に達していることを踏まえれば、原油価格の上昇に対する米国経済の耐性は大きく高まったと言えるだろう。

天然ガス増産によるエネルギーコストの上昇緩和

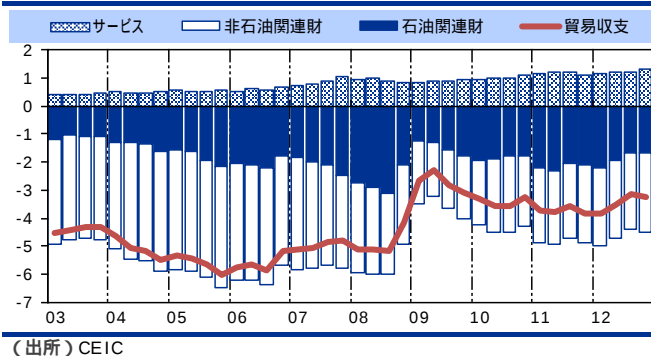
海外依存度が高い石油（原油）価格の上昇に伴い、ガソリン価格もこれまで大幅に上昇してきた。そうした状況下で、天然ガスの米国内での増産がもたらす需給緩和による天然ガス価格の低位推移は、エネルギーコスト全体の上昇圧力緩和に大いに役立っている。

天然ガスの小売価格は、各家庭への配送コストがかさむ住居向けでは低下幅が相対的に小幅だが、それでも2012年は2004年以来の水準に低下している。また、配送コストが安価な大口の工場や発電事業者向けでは小売価格が2000年以降の最低水準まで低下した。こうした発電事業者向けのガス価格低下は、発電コストの削減を通じて、電力価格の押し下げにも繋がることが期待される。なお、米国内での天然ガス増産は、同時に化学原料であるエタンなどの産出にも繋がっており、エネルギーコストの低下と相俟って、製造業の米国における事業環境を大きく改善させている。

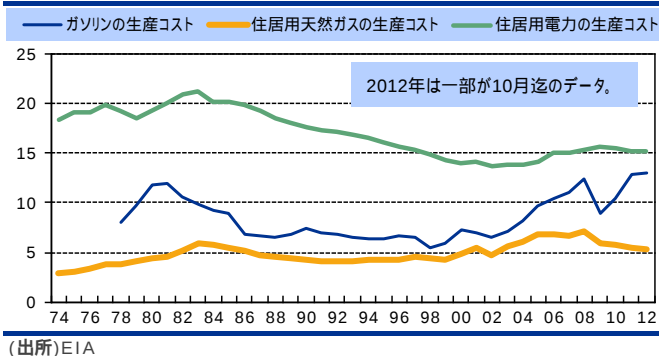
米国経済の復活

以上、人口動態及び長期失業、住宅市場、エネルギー生産という四つの観点から、米国経済が復活に向けて、足場を固めつつあることを確認してきた。人口動態や長期失業に関する変化は、米国の潜在成長率を考える上で極めてポジティブな動きと判断できる。また、国内エネルギー生産の拡大は海外依存度の低下を通じて、米国経済の頑健性を高めると同時に、外交面や軍事面での柔軟性も確保する。また、エネルギー価格の低下などにより、国内産業の事業環境が好転するほか、家計の実質購買力を拡大する効果も期待

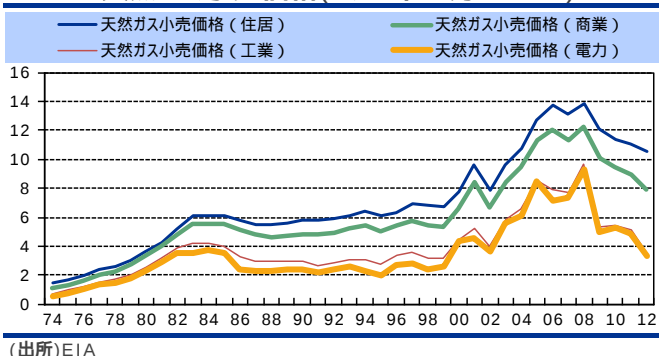
貿易収支の推移（BOPベース、名目GDP％）



住居用エネルギーの生産コスト（ドル/百万BTU）



天然ガス小売価格（ドル/千立方フィート）



できる。

こうした経済構造面でのポジティブな変化に、住宅市場の回復がもたらす循環的な押し上げの力が加わることで、米国経済は復活に向けて既に歩み始めた。冒頭で述べたように、財政面での短期的な不安は未だ解消していないが、その先には米国経済の復活が既に見える。