

# 基礎研 レポート

## 二期目を迎えた「オバマノミクス」 ～課題山積も経済環境は改善

経済調査部門 主任研究員 土肥原 晋  
(03)3512-1835 doihara@nli-research.co.jp

### 1——「財政の崖」への対応が最優先課題に

#### 1 | 大統領・議会の勢力体制は不変

4年ぶりの大統領選挙は、接戦とされながらもオバマ大統領が再選を果たした。議会は上院を民主党、下院を共和党が制し、選挙前からの勢力図に変化は無かった。支持率での拮抗が伝えられたように得票率はオバマ大統領 50%、ロムニー候補 48%となったが、激戦州の多くをオバマ大統領が確保したため、獲得した選挙人数ではオバマ大統領 332 人、ロムニー候補 206 人と大きく開いた。一方、議会選では、上院は民主党 53 人、共和党 45 人、下院では民主党 200 人、共和党 234 人となり、多数党に変化はない中、民主党が両院で議席数を増加させた。

今回の選挙では、2010年の中間選挙で雇用回復の遅れにより民主党が大敗した後も、雇用・景気の回復が芳しくなかったためオバマ大統領の支持が伸びず、当初は現政権に対峙する共和党の優勢も伝えられた。特に、上院の改選議席は民主党 21 に対し共和党は 10 に過ぎず、共和党は若干の議席増により上院の支配が可能な状況にあった。

オバマ大統領、民主党の勝利の要因には多々挙げられているものの、大統領側が景気回復の遅れに危機意識を高め、若者、女性、マイノリティといった従前の支持基盤の強化に成功したことが大きい。こうした層の支持票は黒人層で 93%、中南米系で 71%、若年層で 60%、女性で 55%と高かった（CNN 出口調査）。オバマ大統領自身も「勝利の大きな理由は、共和党やその候補がラテン系アメリカ人を阻害しているこ

図表 1 選挙後の議席状況

《上院》				
	民主党	共和党	他	選挙年
改選後	53	45	2	2012年大統領選挙
改選前	51	47	2	—
今回改選結果	23	8	2	2012年大統領選挙
今回改選数	21	10	2	2006年中間選挙
次回改選数	20	13	0	2008年大統領選挙
次々回改選数	10	24	0	2010年中間選挙

《下院》				
	民主党	共和党	欠員	選挙年
改選後(2012年選挙)	200	234	1	2012年大統領選挙
改選前(2010年選挙)	190	240	5	2010年中間選挙
2008年選挙	233	202	0	2008年大統領選挙

とが大きい」として、不法移民に厳しい共和党を批判した。政策的にも、若年不法移民の国外追放を中止し、医療保険改革法の対象に避妊を含めるなどの政策を講じている。さらに、自動車産業が中心の激戦州オハイオでは、自動車産業の公的支援に反対したロムニー候補を攻撃して支持を広げ、同州で勝利した。

一方、共和党は、高失業率・緩慢な景気回復が続く状況の下、選挙の初期段階では政権・議会を支配可能との読みもあったが、結果的にそうした状況を有利に生かすことが出来なかった。得票率では、伝統的な民主党支持層だった白人労働者層が共和党への支持を増やしたとの動きが伝えられる一方、マイノリティ層の得票が大幅に低下しており、今後はこうした層への浸透が課題となる。

結果として大統領が再選され、下院を共和党が占める現体制が確定、政権と議会とのネジレも持続する。共和党の過去2年間の強硬な議会戦略は、大統領の再選、民主党の議席増に繋がった。根幹の部分での主張に変化は無いと思われるが、同党は、新たな議会戦略を模索することとなりそうだ。

オバマ大統領にとっても、2010年の中間選挙で共和党が下院を支配してからは多くの法案が成立せず、廃案、又は先送りされており、こうした法案の累積が「財政の崖」となって対応を迫られている。二期目の政権運営では、議会共和党とどのように折り合い、これまでの硬直状態から脱していくかが、法案の内容と共に主要な課題となろう。足元では「財政の崖」への警戒が強まりつつあるが、この問題に対する両者の対応は、今後の政権運営を見る上で格好の判断材料となりそうである。

## 2 | 喫緊の課題となった「財政の崖」

選挙後も来年初までは現職議員の任期が続くため、この間の議会では重要な議題は避ける傾向があり“レイムダック・セッション”（今回は11/13～クリスマス休会前）と呼ばれる。しかし、年末・年始に期限を迎える「財政の崖」では、現議会の議決がなければ、①ブッシュ減税の期限切れ、②予算管理法の発動による強制歳出減、③給与税減税等の景気対策の失効、などが重なり、前年度比で合計約5千億ドルに昇る増税・歳出減が実施される。

実際にこうした急激な財政赤字圧縮が生じると経済への影響は大きい。CBO(議会予算局)では、「財政の崖」を回避しなければ著しいリセッションに陥るとし、その場合、2013年の実質GDP成長率は年率で上半期▲2.9%、下半期1.9%、年間で▲0.3%と見込まれ、約200万人の雇用を失い、2013年4Qの失業率は9.1%に上昇するとしている。

このため、オバマ大統領は、選挙翌日には共和党のベイナード下院議長を始め、両党の議会幹部と電話会談を行い、「財政の崖」回避への協力を要請、ベイナード議長は、社会保障等の義務的経費の削減に取り組むなら「財政の崖」回避の交渉に応じる用意があるとし、交渉に前向きな姿勢を見せた。

また、16日には議会指導部と協議を行い、12月下旬までに合意を目指すことで一致した。協議後

図表2 2013年度赤字削減額内訳（対前年度比）

（総計）		487
歳入面		393
	ブッシュ減税等の失効	225
	給与税減税の終了	85
	その他の減税等の終了	65
	医療保険料等の増額	18
歳出面		98
	予算管理法による削減措置	54
	失業保険期間延長措置の失効	34
	診療報酬削減措置の失効	10
その他(注)		-4

(資料)CBO8月修正見通し、単位:10億ドル、(注)上記内訳に分類不可のもの、フィードバック効果の差し引き等

の発表では“fast-track”方式で協議を行い、ホワイトハウスと議会スタッフが問題点を洗い出し、2週間以内に再協議することが表明された。超党派の協力体制を好感し、金融市場の緊張も一時的に和らいだが、議会のクリスマス休会までの時間は限られており、楽観視はできない状況にある。

### 3 | 「財政の崖」問題への対応状況

「財政の崖」の中でも、最大の懸案である**ブッシュ減税**における富裕層の取り扱いについては、オバマ大統領が「米国民98%の所得税を維持する半面、2%の富裕層向け(25万ドル以上の世帯収入層)の減税を延長することは出来ない」と選挙中の主張を繰り返し、ベイナー議長も「富裕層向けの増税や国防費を含む強制削減の単純な先送りに反対する」と反論するなど交渉の進展は見られない。

富裕層向けのブッシュ減税が期限切れとなると、現在35%の所得税最高税率が39.6%に戻されるのに加え、富裕層のキャピタルゲイン税は現行15%から20%に、配当税では現行15%のキャピタルゲイン税率の適用が廃止され、所得税率水準への大幅な引き上げが実施される。

この点、オバマ大統領は年初の一般教書演説で「年収100万ドルを超える富裕層の実効税率を少なくとも30%に引き上げる」としていた。今回も「中間層が打撃を受けずに財政赤字を削減する新たな提案には耳を傾ける」としている。共和党では所得税率引き上げに反対する一方、諸控除の制限・撤廃等による富裕層の実効税率引き上げの可能性は否定していない。こうした議論はこれから詰められるが、富裕層の範囲、税率の引き上げ幅、税控除額の抑制、等が検討されているようだ。

そのほか、予算管理法の発動による**強制削減**等の問題については、オバマ大統領がメディケア（高齢者向け医療保険制度）やメディケイド（低所得者向け医療保険制度）などの削減に反対する一方、共和党では国防費を含めた一律削減に反対の立場を取っている。この交渉では、一律削減では、予算執行に際しての支障が大きいことから、削減の規模や対象を縮小する一方、増税策を併用した赤字削減策の協議が報じられている。

**景気対策**では、オバマ政権の給与税減税や失業保険期間の特別延長措置、企業向け設備投資減税等が期限を迎える。オバマ大統領は給与税減税の拡充、恒久化を狙っていたが実現できず、設備投資減税では研究開発投資等すでに期限切れとなったものもある。企業向けの様々な税優遇措置の削減も絡んでくるため、バランスの取れた解決策には時間がかかりそうである。

いずれにしても、当初は恒久的な税制改革を目指したブッシュ減税の内容は個人税制全般に渡り、改正には時間を要する。景気対策法案も景気回復が半ばの状態打ち切れれば、金融緩和策とのバランスに齟齬が生じよう。結果的に、「財政の崖」を巡る交渉は、一定の条件・方向付けで合意できれば、その期限を先送りし新議会に対応を委ねることとなろう。ただし、合意できる条件を見出せるのか、疑問が残る所であり、「財政の崖」が部分的に実施される可能性は消えていない。

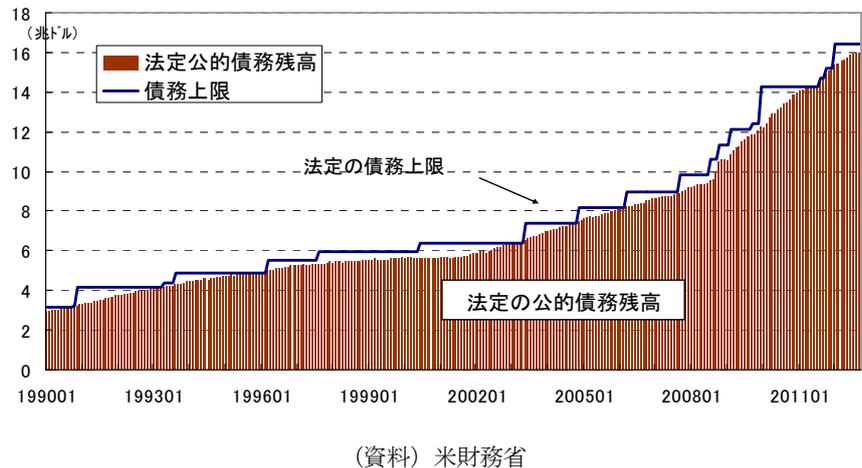
### 4 | 再び近づく政府債務の上限

米財務省は10月末「政府債務の水準が年末までに法的上限に達するとの見通しは変わらないが、緊急手段により2013年早期まで政府の運営は可能だ」との認識を示した。債務上限については、昨年5月にも限度に達したが、下院多数党である共和党が、政府と大幅な財政赤字削減策で合意しない間は政府債務の上限引上げ法案に反対すると表明、政府の度重なる引上げ要請を拒否した。そのため、

引上げがなされないまま期限(5/16)を迎え、財務省は政府の債務残高が法定上限に達した旨発表し、「当面の非常措置を取るが、8月初までに上限が引き上げられない場合はデフォルトに陥る」と警告した。議会はデフォルト直前に債務上限を段階的に2兆4000億ドル引き上げ16兆3900億ドルとしたが、この混乱により政府への信頼は著しく低下、米格付け会社(S&P)は米国債の格付けを引き下げ、国債利回りの上昇を招く一方、株価は急落した。

今回、再び債務上限に迫ることとなるが、この問題は財政赤字の議論と一体を成すものと言える。共和党のペイナ一院議長は、歳出などの削減幅を債務上限引き上げ幅よりも大きくすべきとの考えを表明した。米政府と議会はすでに引き上げに向けた協議を開始しているが、今回も期限切れが近づく中で交渉の行方が懸念されている。

図表3 債務上限に接近する政府債務



## 2——課題山積のオバマ政権二期目

### 1 | 前回の中間選挙で大敗後は身動きがとれず

オバマ政権の誕生は、経済・金融危機の真只中だった。2008年9月にはリーマン・ショックを契機にAIGの救済等金融危機が拡大、経済が急速な冷え込みを見せる中、2009年1月にオバマ大統領が就任、その直後には向こう2年間で8千億ドル規模の大型景気対策を成立させた。2009年6月に米経済がリセッションを脱し、経済・金融の安定化が進行すると、オバマ政権は2010年3月に医療保険改革法を成立、同年7月には金融危機再発防止のための金融規制を目指すとして金融規制改革法を成立させ、最重要視していた法案が出揃った。

こうした任期前半の主要課題達成にもかかわらず2010年の中間選挙では民主党が大敗した。これには2010年5月のギリシャ・ショック後、世界的に株価が急落、夏場にかけて実体経済へと影響が波及して雇用回復が遅れ、リセッション後の失職者の大半を抱えたまま選挙戦を強いられたことが大きく響いた。

中間選挙後は、共和党が下院を制しオバマ政権と対立、一期目の後半2年間は身動きがとれない状況におかれた。今回再選後の演説で、オバマ大統領は「やり残したことをやる」と表明したが、オバ

#### 【オバマ政権の主要な成果は一期目前半に偏り】

- ① 大型景気対策⇒就任直後8千億ドル規模の景気対策を成立
- ② 金融危機への対処⇒ストレステストの実施後、市場は回復へ
- ③ 再発防止のための金融制度改革⇒ボルカー・ルールを中核とした法案の成立
- ④ 医療保険制度の設立

マ政権二期目は、「財政の崖」回避や景気回復に努める一方、やり残した課題を推進することとなる。その筆頭は2014年に本格実施が迫る医療制度改革だろう。また、規則制定の遅れが目立つ金融規制改革法には一段の尽力が必要だ。いずれも、ロムニー候補が改廃を主張しており、共和党と意見の対立が大きい。そのほかの課題では、エネルギー、移民、教育問題、海外では、対中貿易問題、中東情勢（シリア問題、イランの核問題）、ユーロ圏の経済問題等への対処が必要となろう。二期目の課題が山積する中、以下では経済政策を中心に検証したい。

## 2 | 再選後の初仕事は、政権を担う人選

再選後の初仕事は「財政の崖」への対応とともに人選となる。退任意向のクリントン国務長官の後任にはスーザン・ライス国連大使、国防長官にはケリー上院外交委員長が有力候補とされるが、共和党の反対もあってケリー国務長官の可能性も出ている。経済面で最も注目されるガイトナー財務長官の後任にはルー首席補佐官等が報道されている。新議会では税制改革、財政赤字削減等が主要課題と目され、財政に詳しい大物かつ共和党と上手く折衝できる人物と条件は厳しい。

また、やや先の話となるが、2014年初に任期の切れのバーナンキ議長の後任も取り沙汰されている。議長を再任しないとしたロムニー候補が落選、上院も民主党が支配する中、状況によっては慰留もあり得よう。金融政策では2015年半ばまでのゼロ金利政策維持等を表明しており、交代の場合は、イエレン副議長が有力視されるなど現行政策と連続性を保てる人材となる可能性が高い。年後半に入ってから注目の人事となりそうだ。

## 3 | 税制改革

「財政の崖」の構成要素のうち、ブッシュ減税はクリントン政権下での財政黒字を納税者に返すとの主張の基に大幅な税制改革を意図したものであり、その改正は税制改革と一体をなすものとなる。また、減税策である以上、その取り扱いは景気回復の進捗度と密接に関連したものとならざるを得ない。ただ、現状の議論は、共和党との対立が表面化している富裕層の税率の取り扱いに限定されており、抜本的な税制改革の議論は新議会に委ねられよう。

一方、法人税の引き下げでは、選挙期間中の両候補の主張は引き下げ方向で一致しており、その幅の調整となる。もっとも、法人を巡る多くの優遇策については、その改廃で両党の主張が乖離、争点となっている。オバマ大統領は従来より石油企業や多国籍企業への優遇策を廃止、また、海外から国内へと移設する企業に優遇措置を設けると主張している。今後は、法人税率の引き下げ幅と関連して、各優遇策の取り扱いが議論されよう。こうした税制改革は、財政赤字削減策と平行して、二期目の主要な課題となりそうである。

## 4 | 医療保険改革法

オバマ大統領は再選に際し、やり残した仕事を完遂させるとしたが、その最大のものは医療保険制度の実施を指していると思われる。同制度の改廃を主張していたロムニー候補を退けたことにより、医療保険制度実施に向けての道筋はより確かなものとなった。すでに、2010年には関連法案が通過、その後最高裁で合憲との判断も出ており、2014年には同制度の中核部分（未加入者への罰金、メディ

ケイド適用の拡大、50人以上の企業の従業員保険制度の整備)等が実施される。この結果、医療産業のパイが拡大する一方、これまで未整備だった中小企業にとっては負担増となる。ただ、各州の対応は足並みが揃っているとは言い難く、スムーズな実施移行は容易ではなさそうである。

なお、同法成立時にオバマ大統領は一定の妥協の下に成立したとしているが、共和党サイドからは強行突破と見なされ、その後の両党の対立を深めた法案とも言える。下院共和党のベイナー議長は、「オバマ大統領の一期目に同法の撤廃に向け活動してきたが、再選により再び撤廃を目指すことは無い。ただ、制度改革の一部については財政均衡の取り組みの中で変更する必要がある」とし、今後は部分修正に留まるとの見通しを示している。

## 5 | 金融規制改革法（ドッド・フランク法）

大統領選挙で両候補の意見が真っ向から対立したボルカールール(金融機関の自己勘定取引を規制)を中核とする金融制度改革法(ドッド・フランク法:2010年成立)も、オバマ大統領の再選により存続方向にあることが示された。同法施行により銀行業界は大きな影響を受けることになるが、議会下院を共和党が再び支配したことにより、細則の制定では今後も難航すると見られ、オバマケアと異なり、先行きの見通しは立っていない。現状は、同法による規則(計398)のうち完成したのは1/3に過ぎず、半分以上の規則が定められた制定期限を過ぎており、さらに、少なくとも5規則が裁判で係争され、うち2規則は無効判決を受けている(WSJ)。今後、同法の廃止を主張する共和党とどのように折り合いをつけるかがポイントとなろう。共和党では、廃止の理由として、そもそも金融危機と規制に強い関係は無く、規制により経済に不必要なコストを強いるとしており、銀行業界でも、コスト面の負担が大きく全面的な改定が必要と主張している。

## 6 | 外交及び通商政策・輸出倍増計画

民主党の政策綱領でアジア太平洋地域の重視を掲げたように、オバマ大統領は再選直後に東南アジアを歴訪、アジア重視の方向を示した。具体的には、日本などの同盟国やASEANとの関係強化、中国との建設的な関係構築、APEC等の経済枠組みの発展を目指す。

通商問題では、二期目にはオバマ大統領の通商課題の一つである輸出倍増計画(向こう5年間(2010~2014年まで)に輸出を倍増)の期限が訪れる。輸出振興を目指し、TPP実現に向けた交渉を急ぐ可能性も指摘されよう。この点、自由貿易を標榜する共和党でもTPPには賛成しており、推進の動きは整いつつある。

選挙期間中はロムニー候補が対中強行策を唱えオバマ大統領を批判したが、同大統領の再選により、外交的にも現状路線が維持されそう。また、ロムニー候補は大統領就任初日に中国を為替操作国に認定するとしていたが、11月27日、財務省は選挙後初の為替政策報告書で、人民元の大幅な過小評価を指摘しながらも中国の為替操作国認定を見送った。ただ、今後、人民元の一層の上昇や対中貿易赤字の改善が無ければ、為替操作国への認定を含めた厳しい姿勢で臨む可能性も出て来よう。その他の課題でも、中東情勢(シリア問題、イランの核問題)を始め、ユーロ圏の経済問題等、国外問題にも課題は山積しており、国務長官の人選が急がれている。

## 7 | エネルギー改革(シェールガス革命)推進～米国が世界最大の産油国に

民主党の綱領では「風力やバイオ燃料など、国内の天然資源を活用、持続可能なエネルギー自給を目指す」としている。石炭や海底油田の開発による自給を目指す共和党とは異なる面を持つが、オバマ大統領は、毎年、一般教書で「2035年までに電力エネルギー源の8割をクリーン・エネルギー化し、100年の供給力を持つ天然ガスの開発を推進」することを政策目標に掲げている。オバマ政権になってから、地中深くシェール層に眠る膨大な天然ガス・原油資源への開発は急展開されている。先ごろ発表されたIEA（国際エネルギー機関）報告では「2020年までに米国はサウジアラビアを抜き世界最大の産油国となり、2030年頃には北米地域は石油の純輸出国となる」と予測、将来的に世界のエネルギー事情に大きな変貌を及ぼすとの見方を発表した。現在、米国の輸入額に占める石油のシェアは2割、貿易赤字額の4割を占める。将来的に石油を輸出するとなると、その額次第では貿易黒字国に変貌する可能性も出て来よう。さらに、IEAでは2030年までに米国の最大のエネルギー源が原油から天然ガスに変わるとしている。エネルギー産業への有望視が強まれば、開発・雇用も促進されよう。

なお、産油量は、早ければオバマ大統領の任期最終年にはサウジアラビアに肉薄する。エネルギー改革は、医療保険制度と並んで、オバマ大統領の功績として記憶される可能性を秘めている。

図表4 主要経済課題と選挙時の各候補・党派の主張

	オバマ大統領・民主党の主張(公約に)	共和党(含むロムニー候補)の主張	再選により想定される結果
経済政策			
◆基本スタンス⇒	・公平な社会の構築(中間層に厚い政策)	・小さな政府を標榜	
①税制改革	・富裕層の増税を主張 ・法人税(現行35%)を28%へ ・多国籍企業や石油業界の優遇税制を廃止、国内回帰・雇用増の企業を優遇	・ブッシュ減税延長、法人税引下げを主張 ・法人税(現行35%)を25%へ ・規制緩和を推進、石油優遇策を継続	・富裕層の取り扱いで再び対立 ・法人税(現行35%)は引き下げ幅が争点に ・優遇税制撤廃はこれまでも出来ず、困難を伴いそう
②医療保険制度	・制度実施へ(2014年以降本格実施) ・IT化によるサービス向上と経費削減	・制度改廃へ	・予定通りに実施の可能性強まる (共和党は修正提案の可能性)
③雇用対策	・2016年までに製造業で100万人の雇用増 ・200万人の労働者に職業訓練	・4年間で1200万人の雇用増 ・エネルギー開発、貿易等の促進	・2009年米国再生・再投資法により、再生可能エネルギー、省エネ分野に900億ドルを投資、TPPを推進 ・シェールガス開発は加速も
④エネルギー開発	・天然ガス開発を促進し60万人の雇用増 ・助成金等、積極支援	・石炭開発にも積極的 ・助成金等は縮小へ	
「財政の崖」への対応			
①ブッシュ減税	・富裕層の減税廃止を主張	・富裕層を含めた減税延長を主張	・富裕層の取り扱いで再び対立
②強制赤字削減(予算管理法)	・国防費を含めた歳出削減を推進 ・社会保障の削減は最低限に	・国防費を含めた一律削減には反対	・妥協点を探る条件闘争へ ⇒多くは新体制に持越しか
③オバマ景気対策	・給与税減税は、延長又は拡張・恒久化 ・失業保険の特別延長 ・インフラ整備	・富裕層を含めた減税延長を条件に同意も ・歳出増を伴う政策には基本的には反対	・ブッシュ減税の取り扱いを優先 (設備投資減税等には共和党の理解も)
金融政策			
①バーナンキ議長&金融政策	・FRBの金融緩和策を支持	・非伝統的政策に反対→FRB監査法議決が ・議長再任を否定	・上院が民主党多数となり、議長再任の可能性も (但し、本人が辞意の意向との報道も有り)
②金融規制法	・ドッド・フランク法の法整備を急ぐ	・同法に反対	・下院が共和党多数となり、詳細決定できなければ大幅な実施の遅れも

### 3—改善見せる二期目の経済環境

#### 1 | 最大の課題は景気回復の加速

金融危機の最中にあったオバマ政権の誕生時（2009年の成長率はマイナス3.1%）との比較では改善しているものの、景気回復は未だにオバマ政権誕生以来の最大の課題と言え、喫緊の対応が必要な「財政の崖」自体、多くは景気対策の手段であった。ただ、求められているのは失業率を持続的に低下させる強い成長率であり、少なくとも2%台半ばと目される潜在成長率を上回る必要がある。

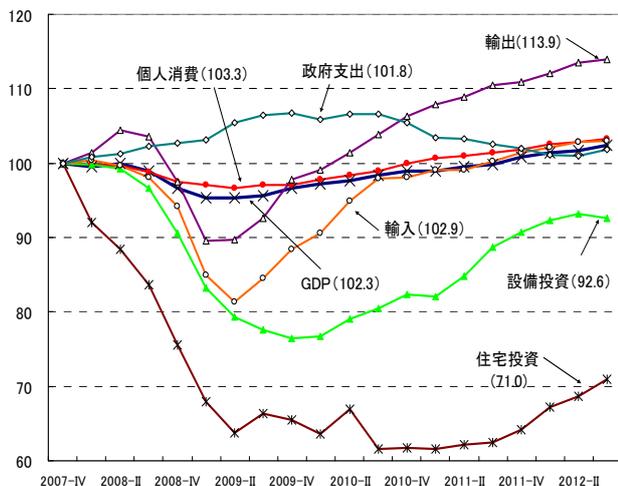
緩慢な成長では雇用の回復は鈍い。2010年の中間選挙で大敗を喫し、今回の大統領選でロムニー候補の支持率を高めたのも、雇用回復の遅れが主因だった。再選されたものの、伝統的な支持層である白人労働者の民主党離れは続いている。政権二期目は、金融危機はブッシュ政権から引き継いだとの言い訳は通用しない。今後の経済運営で成果が出なければ、2年後の中間選挙での敗北は否めない。

最近の米経済は、回復の遅れが顕著だった住宅投資が改善を見せるなど、回復方向を明確化しつつある。一期目は金融危機によるダメージの修復過程にあったが、現状はリセッション前の経済規模（＝GDP）をほぼ回復している。半面、雇用では喪失分の半分、住宅価格は下落幅の2割程度の回復にすぎないが、最近では雇用増が安定的に増加、住宅価格も上昇の動きを持続している。懸案の「財政の崖」に上手く対処できれば、景気回復の持続は可能と思われ、当研究所の見通しでは「財政の崖」の先送りを前提に、2013年2.0%、2014年2.6%の成長を見込んでいる。二期目にレイムダック化する政権が多い中で、やり残した課題を達成するためにも、着実に景気回復を推進することが必要となる。 (米経済見通しの詳細は12/11発行予定のエコノミストレターを参照ください)

#### 2 | GDP回復の一方、住宅投資と雇用の回復が遅行

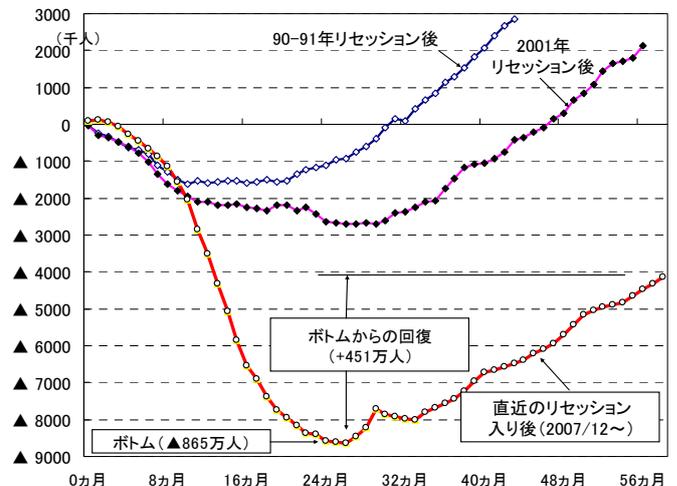
実質GDPとその需要項目について、リセッション入り時（2007年10-12月期）を100としてその後の推移を見ると、GDPは2012年7-9月期には102.3とリセッション時の水準を上回る。100

図表5 リセッション後の実質GDP・各需要項目の回復度(2007/4Q=100)



(資料) 商務省、(注) カッコ内は2012/3Qの値。

図表6 リセッション入り後の累積雇用者増減



(資料) 米労働省、横軸はリセッション入り後の経過月数

を回復したのは2011年10-12月期で4年を要した勘定となる。

需要項目別のバラつきは大きいですが、回復の遅れが顕著なのは住宅投資である。住宅投資の減少は2006年に始まり、2009年4-6月期まで3年半に及んだが、その後も底這いが続いた。回復に転じたのは昨年4-6月期で、以降はプラス成長を維持、底這い圏を脱しつつある。ただ、現状の水準は71.0と他の主要項目のボトム時にも届かない。今回のリセッションが住宅バブルの崩壊を起因としていたため、住宅投資の水準は低いが、最近は上昇指向を強めており、今後の動向が注目される。住宅市場の回復が本格化すれば、資産効果や住宅関連消費等を通じ個人消費回復の動きを促進しよう。景気の本格回復には住宅投資の回復は欠かすことが出来ない。

### 3 | 雇用の回復スピード加速が課題

10月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比17.1万人増と前月(14.8万人)を上回った。四半期毎の月平均では1-3月期に22.6万人増を記録後、4-6月期6.7万人増と落ち込んだ後、7-9月期は17.4万人増と回復、10月も同様のペースを維持した。雇用者は25ヵ月連続で増加するなど、安定的な増加を見せるが、課題は回復の鈍さであり、失業率の改善には更なる加速が望まれる。

リセッション入り後の雇用減少規模が最大860万人超と前回リセッション時(270万人)の3倍に昇るなど、今回リセッションによる雇用への影響が極めて大きかったのに対し、現状は450万人程度と半分を回復したに過ぎない。失業率(10月7.9%)も高水準に留まる。なお、建設部門の雇用の累積減少数は200万人を数えるが、未だに底這い圏にあり、雇用全体の回復を遅らせる主要因ともなっている。今後の住宅市場の回復による雇用増への貢献にも期待したい。

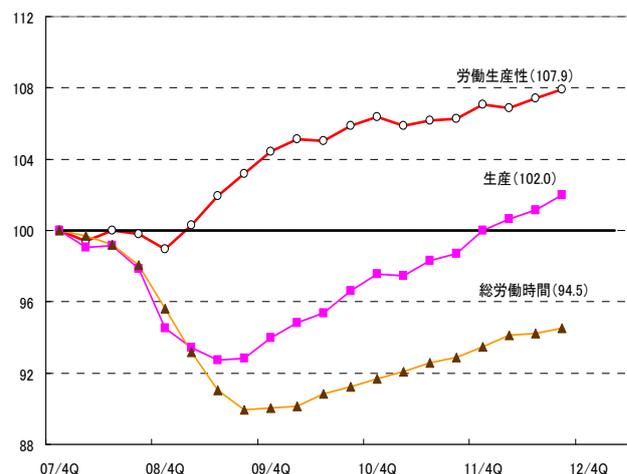
### 4 | 生産性上昇で企業利益は回復～先行きの雇用増に期待

上記のようにGDPがリセッション前の規模を回復する中、雇用の回復が遅れているが、こうした関係は労働生産性を向上させている。リセッション時(2007年10-12月期)を100とすると、7-9月期の生産(=OUTPUT)は102.0と回復する中、総労働時間は94.5に留まり、生産性が107.9と押し上げられている。

大幅なリストラは雇用所得減により消費に抑制的に作用する一方、企業利益を向上させる。企業利益はリセッション前の水準を大きく上回っているため、配当を増加し、個人所得増にもプラスに作用している。また、利益の増加は、株価上昇を通じて消費を刺激、企業サイドでは

キャッシュフロー増により資本支出の回復に寄与している。こうした動きが雇用者増に繋がれば、景気回復には好循環となる。そのためにも、「財政の崖」と言った先行き不透明感が、経営者の投資意欲を阻害している状況を迅速に改善させる必要がある。

図表7 労働生産性の推移(2007/4Q=100)



(資料)米労働省、四半期別

## 5 | 注目される住宅市場の回復～住宅市場指数、住宅価格が持続的上昇

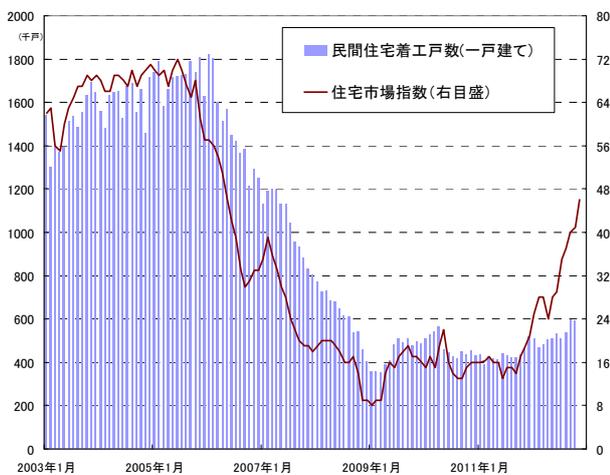
住宅市場の改善が指摘されるが、住宅市場の先行指標とされる住宅市場指数(HMI/WF (Housing Market Index))では、11月に46(前月は41)と7ヵ月続伸、2006年5月以来の水準を回復した。同指数はNAHB(全米ホームビルダー協会)が一戸建て住宅販売業者に「現況」「6ヵ月後」「引き合い状況」等を調査、発表している。HMIは2006年5月以降6年以上に渡り、住宅販売コンディションの良し悪しの分かれ目とされる50を割り込んで推移しているが、本年4月に24を付けて以降、11月には50に急接近するなど、住宅市場の急速な改善を示唆している。

一方、商務省発表の10月住宅着工は年率89.4万戸(前月比3.6%)と続伸、2008年7月以来の高水準となった。前年比では41.9%の急増となる。一戸建て住宅が前年比35.3%、集合住宅は同62.9%と増加した。地域別では西部が前年比73.1%増加した一方、北東部は同10.8%とバラつきが見られる。

住宅着工は2009年4月に年率47.8万戸と記録的な低水準をつけた後、50-60万戸台の推移を続けていたが、今年に入ってから増加傾向を強めている。現状水準は2006年ピーク時(同227.3万戸)の4割にも届かないが、最近の住宅関連指標の改善により、回復への期待を強めている。

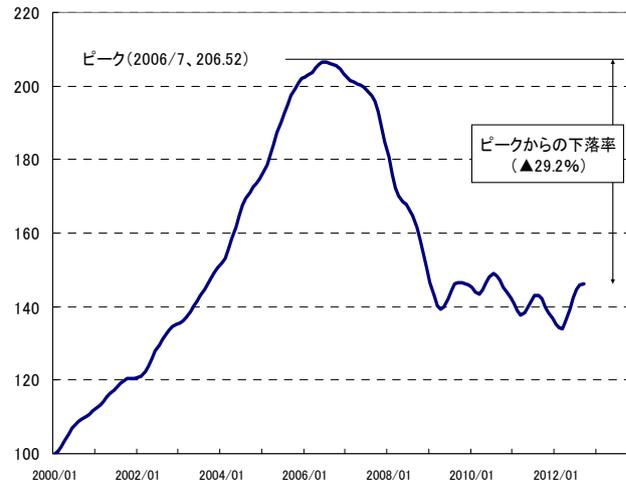
9月ケース・シラー20都市指数は、前月比0.4%と8ヵ月連続で上昇、前年比でも3.0%と伸びを高めた。2006年央の住宅価格ピーク時から本年9月までの下落率は▲29.2%と、これまで最大となる下落率(本年3月の▲35.1%)から縮小した。なお、9月20都市指数の水準は、住宅ブーム以前との比較では2003年9月と同程度となる。

図表8 住宅市場指数と着工件数の推移



(資料) 商務省、NAHB、月別

図表9 ケース・シラー20都市指数の推移



(資料) S&P社

## 6 | 異例の金融緩和策が景気を下支え

米国の景気回復が緩やかながらも維持されているのは、異例の金融緩和策による所が大きい。今般、「財政の崖」が先送りされる結果となっても、財政面で現行より刺激的となるわけではなく、仮に「財政の崖」が一部実施されれば、その分景気面には抑制的に作用する。当面、景気の下支えは金融政策に依存することとなりそうだ。FRBは、雇用の最大化とインフレの安定を目標としているため、高止まりしている失業率の引き下げのために、三次に渡る証券購入等(LSAP、一般的には量的緩和=QE3と呼称)を実施中である。特に、9月FOMCでは、『追加緩和策として毎月400億ドルのMB

S（住宅ローン担保証券）を期限を決めずに購入し（QE 3）、ゼロ金利政策を2014年遅くから2015年半ばへと延長。併せて、6月発表のツイストオペレーション（期間6年以上の国債を購入する一方、同額の期間3年以内の国債売却を年末まで実施）を持続、保有する政府機関債やMBSの償還金をMBSに再投資する決定を維持する』とした。

これにより長期債の保有額は年末まで毎月850億ドルのペースで拡大するため、長期金利に引き下げ圧力をもたらす。ゼロ金利政策も2015年半ばまで実施されるため、米経済は超金融緩和による下支えが続く。さらに、声明文で「労働市場の見通しが十分に改善しなければ、MBSの追加的な購入を図るとともに、その他の政策手段を用いて物価安定下で改善が達成されるまで適切な措置を行う」と雇用の状況次第では更なる追加緩和策を実施するとしている。12月中旬開催のFOMCでは年末にツイストオペレーションの期限を控え、期限後の取り扱いを決定する必要がある。雇用の状況次第では、QE3の拡大も有り得よう。

バーナンキ議長は、景気の下振れリスクとなる「財政の崖」への対応を急ぐよう議会に繰り返し要請してきた。また、最近のバーナンキ議長の講演からは、労働市場の十分な改善は失業率6%以下の状態を指すと推察されており、インフレ安定下では雇用がこうした水準に改善するまで金融緩和が続けられる可能性が強い。さらに、ハト派のエバンスシカゴ連銀総裁が提唱する“インフレ見通し2.5%を目途に失業率が6.5%に低下するまでゼロ金利政策を維持する”といった金融政策を経済指標にリンクさせる手法の検討も報道されている。いずれにしても、景気が回復を強める過程では、労働市場への参入も増えるため失業率の低下は緩慢となる。異例の金融緩和は、当面、持続しそうである。

一方、共和党サイドでは、オバマ大統領就任以降に多用されている非伝統的金融政策への批判が強くなり、2014年1月に任期の終わるバーナンキ議長の再任に反対している。共和党の政策綱領にもFRBの透明性を求め、年次監査の強化を盛り込んだ。オバマ大統領が再選、議会上院を民主党が制したため続投の可能性も残るが、交代の場合は、前述のように現行政策と連続性を保てる人材となる可能性が高いと思われる。

図表10 FRB政策金利と長短期金利の推移（日別）

