

基礎研 レポート

金融危機5周年、米経済に変革の兆し

～シェールガス革命が復興の鍵に

経済研究部 主任研究員 土肥原 晋
(03)3512-1835 doihara@nli-research.co.jp

1——米経済はどこまで回復したのか

米国経済は2007年12月にリセッション入りし、2008年9月にはリーマン・ショックを契機に金融危機に陥った。2008年10-12月期の成長率は8.3%減（前期比年率）と50年ぶりのマイナス、翌2009年の年間成長率は2.8%減と二次大戦直後の1946年（11.6%減）以来のマイナスに落ち込んだ。その後、2009年6月に景気のボトムを付けてリセッションから脱出し、金融危機からは5年が経過している。全治3～4年と言われ、実際、株価やGDPはリセッション前の水準を回復したものの、雇用や住宅市場がリセッション前の水準を回復するにはなおしばらく時間を要しそうである。何よりも現在の回復が、異例の金融緩和に支えられた実体を考慮すれば、完治には程遠いのが実情と言えよう。

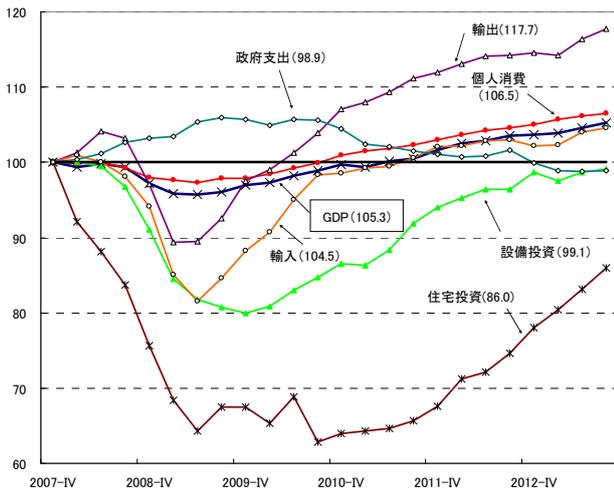
1 | GDPの回復が先行したが・・・

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が100を回復したのは2011年4-6月期で3年半を要した勘定となる。直近の2013年7-9月期には105.3まで回復を見せている(図表1)。

需要項目別に見ると、金融危機直後には緊急経済対策により政府支出が拡大、GDPの落ち込みを軽減、その後は輸出の回復が牽引役となった。米国の異例の金融緩和策により新興国へと資金流入が増大、新興国経済が概ね堅調に推移したことも輸出の回復に寄与した。

半面、回復の遅れが顕著なのが住宅投資である。住宅投資は2005年7-9月期をピークに減少が始まり、2009年4-6月期まで4年間連続の減少となったが、ボトムを付けたのはその1年後の2010年7-9月期である。その後はプラス成長を維持しているが、リセッション開始を100とした現状の水準は86.0と他の主要項目との乖離が大きい。さらに、2005年7-9月期のピークを100とすれば、現状は57.1に過ぎない。最近では金融緩和の影響を受けて回復を加速、景気の牽引役とも見られているが、回復水準の低さが、住宅市場の影響が大きい個人消費の回復の弱さにも繋がっている。ただ、今後、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の回復を促進することが期待されよう(図表2)。

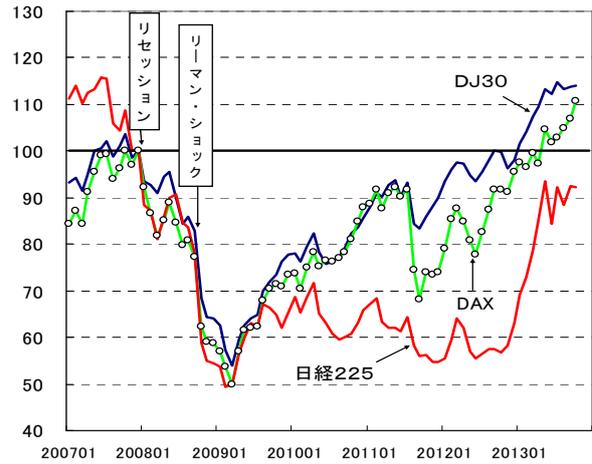
図表 1 GDP・需要項目別回復度 (2007/4Q=100)



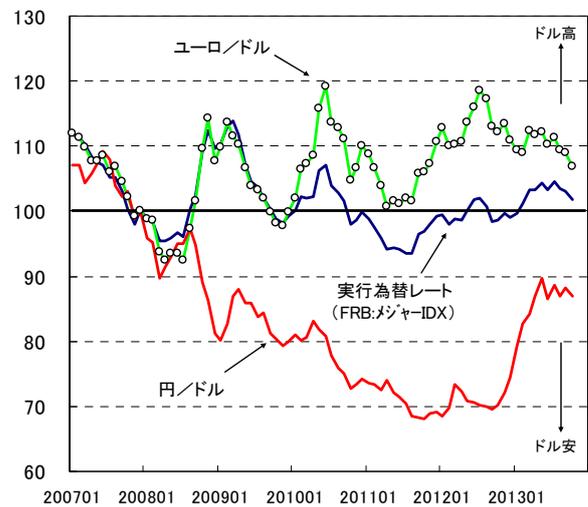
(資料) 商務省、(注) 実質、カッコ内は 2013/3Q の値

なお、リセッション開始以降、金融政策は一貫して緩和が進められたこともあって、債券価額や株価が上昇、10年国債金利は一時、1%台半ばへ、株価は史上最高値の更新を続けている。株価（ダウ30種：月平均値）は、リセッション入り（2007/12）を100とすると、リーマン・ショック後の2009年3月（54）をボトムに2012年9月に100を回復した。GDPの回復に遅れたのは、2010年5月のギリシャ危機以降、再三にわたってユーロ危機が生じたことが大きい。また、ユーロ危機を起点に、対ドルでもユーロ安が鮮明化し、現在に至るまで続いている（図表3）。

図表 2 日米独の株価の回復度 (2007/12=100)



図表 3 ドルレートの推移 (2007/12=100)



2 | 回復の遅れが目立つ雇用と住宅市場

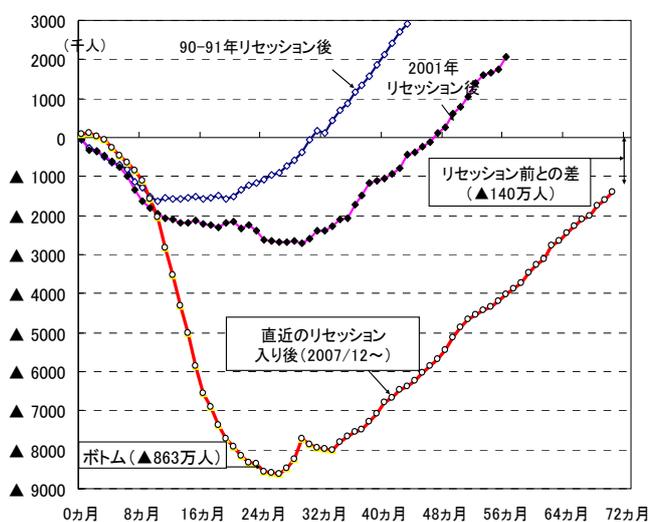
GDPや株価が回復を見せる一方、雇用や住宅市場の状況を見ると、依然、回復途上にある。リセッション後の雇用者増減のボトム（863万人減）に対しその後の回復（723万人増）は8割強に留まる。月20万人増の堅調な雇用増が続いても、リセッション前の水準回復にはあと半年を要する。過去のリセッション比べても、今回のリセッションの雇用減の大きさと回復にかかる時間の長さは比較にならないほど大きい（図表4）。

米国では移民の受け入れを含め1%弱の人口増が続いている。労働対象者の6割強が雇用市場に参入するのであれば、毎月13万人程度の雇用増が必要となる。リセッション後の雇用者減にこうした新規の参入を考慮すると、雇用の回復スピードの遅さが懸念される。このため、失業率は、リセッション直前の4.7%（2007年11月）に対し、現在でも7.3%（2013年10月）と遥かに高い水準に留まっており、物価の安定と雇用の最大化を目標と定められているFRBによる異例の緩和策が続けられ

る根拠ともなっている。

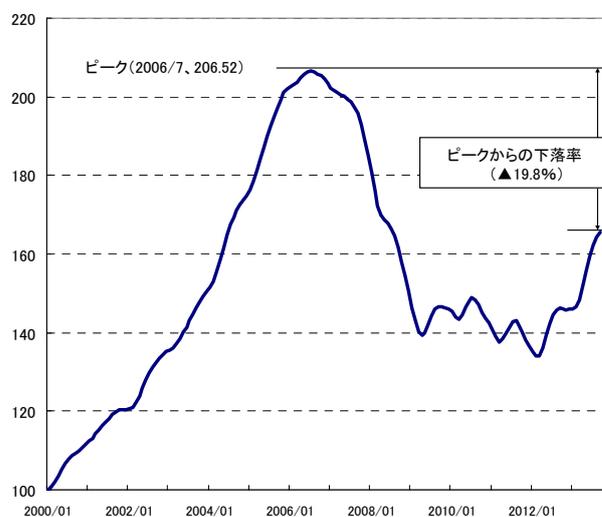
一方、GDPの需要項目としての住宅投資の回復の遅れは上記の通りであるが、その他の住宅関連指標を見ると、新築一戸建て住宅販売は3割弱、住宅着工戸数は4割弱、中古住宅販売でも7割強に過ぎない。また、住宅価格についてもボトム（ピークから35%下落）をつけてからの回復を見ると、現在（同21%下落）までに4割程度を回復したに留まっている。ただし、そうであれば、今後の回復余地も大きく残されている。人口増が続く米国では、バブルと言われた住宅価格を別にすれば、人口の増加と共に住宅市場は拡大を続けると思われ、リセッション後の住宅市場収縮の中で、積み上げられた需要（ペントアップデマンド）が顕在化しつつあることが、現在の住宅投資の好調（5四半期連続で前期比年率二桁増が続いている）の背景となっている(図表5)。

図表4 リセッション入り後の累積雇用者増減



(資料)米労働省、横軸は各リセッション入り月後の経過月数

図表5 住宅価格の推移 (2000/1=100)



(資料)S&P社、ケースシラー20都市指数

3 | 緩慢な景気回復の背景～雇用と住宅の回復の遅れが個人消費を抑制

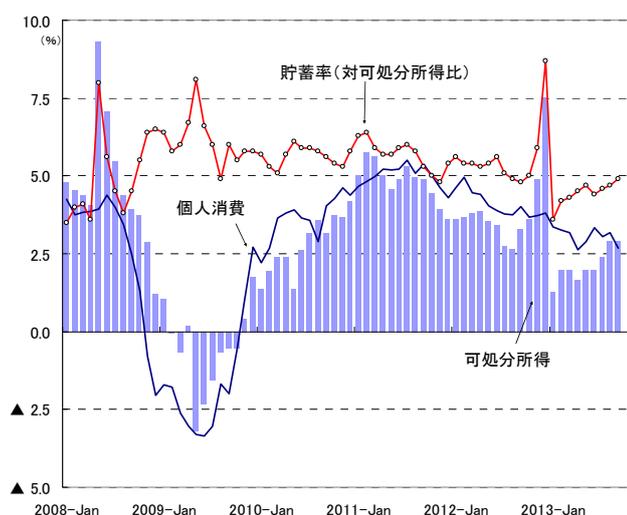
過去の米景気サイクルを見ると、景気の過熱→金融引き締めによる金利上昇・株価の下落→住宅市場・個人消費の低下が景気を冷却→利下げ→住宅市場・株価の回復→個人消費を加速、等が典型とも言える循環過程を形成しており、住宅市場は景気の下落と共に回復の先駆けともなるなど、景気サイクルの中で重要な役目を担ってきた。

ただ、今回のような住宅バブル崩壊の中では、金利が低下しても、価格下落が続いたため、買い替え需要が出てこない。また、失業増により住宅ローンの延滞率が上昇、金融機関は大量の不良資産を抱えて融資を引き締め、さらに価格を下落させた。そうすると、住宅市場の回復には時間がかかる。FRBはゼロ金利政策に加え、ツイストオペレーションの実施や量的緩和策（住宅ローン金利低下を狙ってMBSの買い入れを先行）により長期金利の下落を図ったため、現状では、住宅市場が回復に転じ、住宅価格の上昇が続いている。ただし、不良資産を抱えた金融機関による住宅ローンの貸し出し基準はなお厳しく、オバマ政権は政府系機関を活用した借り換え促進等、様々な方策を用いて住宅市場の改善を図っている。

また、こうした雇用と住宅市場の回復の遅れは、個人消費に抑制的に作用する。特に、雇用の回復が鈍ければ個人所得の伸びを弱める。年初の「財政の崖」後は給与税減税の停止もあって、可処分所得の伸びが個人消費の伸びを下回るなど、個人消費には抑制的に作用したと思われる(図表6)。

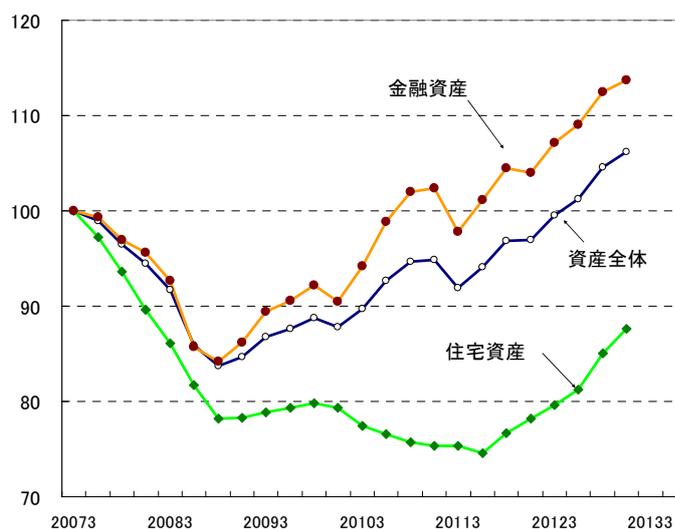
半面、失業率の低下は景気や所得増への期待を膨らませ、消費者マインドを高める。さらに、住宅価格や株価の上下動も資産効果を通じて消費に影響を及ぼす。家計資産全体の増減を見ると、ピークの2007年3Qからボトムの2009年1Qまでに16%減少したが、これには株式の下落が52%減と大きかったことが影響した。しかし、その後は株式を含めた金融資産の戻りが大きく、金融資産は2011年1Qにピーク比で2%増とリセッションによる下落分を回復した。ただ、住宅価格の下落が続いたため、家計資産全体が下落分を回復したのは2012年4Qになってからである。内訳を見ると金融資産がピーク比9%増の半面、住宅資産はピーク比19%減に留まるなど金融資産主導による回復となっている。株式は富裕層の所有比率が大きく、住宅ローンを抱えた多くの世帯では多額の金融資産を保有しているわけではない。家計資産全体ではリセッション前を回復しても、住宅資産の落ち込みが大きい間は、資産効果がマイナスに作用している世帯は多いと思われる(図表7)。

図表6 個人所得・消費の推移(前年同月比、%)



(資料)米商務省、(注)名目、貯蓄率は可処分所得比

図表7 家計資産の変化



(資料)FRB、注:四半期別、2007/3Q=100

4 | FRBの金融政策～異例の緩和策が景気を下支え

FRBは、2008年のリーマン・ショック後の金融危機を受け“非伝統的金融政策”と呼ばれる異例の金融緩和を進めており、現行緩和策もその延長上にある。政策金利は2008年以降ゼロ金利(0-0.25%)に張り付き、今後も失業率が6.5%を下回るまでは同水準に据え置かれる。米国の景気回復が“異例の緩和策”によって支えられている状況では、健全な状態に回復したとは言いがたい。ゼロ金利政策は2015年半ば頃まで据え置かれると見込まれるため、米国経済の完治にはさらに2年程度を要する状況にある。

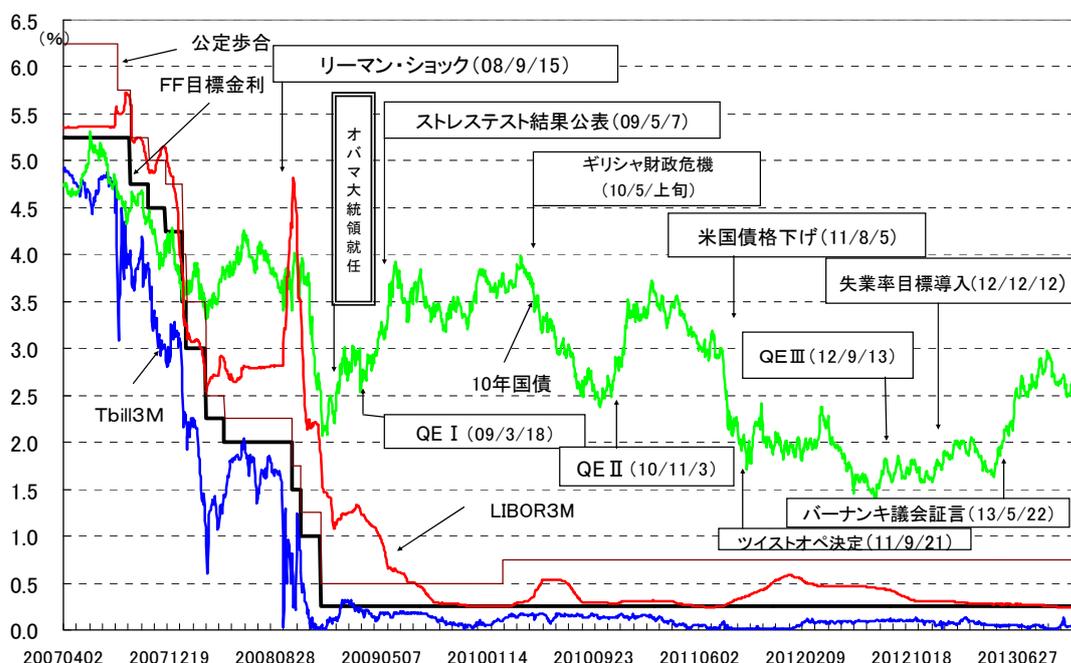
FRBの緩和策の中心は、「資産購入策：いわゆる量的緩和策(QE)」と「ゼロ金利政策及びそのフォワードガイダンス」である。上記のようにゼロ金利政策については失業率が6.5%を目処とした失

業率目標を導入している。一方、QE政策では、QE1～QE2では期限を区切った債券購入としていたが、QE3では期限を決めない形で毎月850億ドルの債券購入を昨年12月に決定、現在に至っている。FOMCは年8回開催されるが、今年開催された7回の会合で昨年12月決定の現行緩和策を踏襲しており、資産購入に関しては「労働市場が十分に回復するまで続ける」と声明文に明記されている。ただ、6月FOMC後の会見でバーナンキ議長が「年内に資産購入の縮小（テーパリング）を開始、来年半に収束させる」とのシナリオを提示し、その後は、テーパリングの開始時期を巡って、長期金利が大きく上昇するなど、下半期の金融市場に大きな影響を及ぼした。FRBでは、現状では労働市場が十分に改善したとは見ておらず、10月の政府閉鎖の影響も警戒されるため、緩和策縮小には踏み切れない状況が続いている。

ただ、10月雇用統計が予想外の増加を見せると、市場は12月FOMCでの資産購入縮小（テーパリング）開始の観測を高めた。一方、新議長に指名されたイエレン副議長は、雇用回復が未だ不十分として、雇用回復に向けた緩和策の必要性を強調しており、当面、FRBの金融政策を巡って金融市場では神経質な動きが続くと思われる。

もっとも、テーパリングが開始されQE政策が収束した後も、かなりの期間はゼロ金利政策が続く。イエレン副議長は、11月中旬開催の上院公聴会で「回復への道のりは長い」として、今後も緩和策の持続の意向を見せた。当面は、低金利が金利動向の影響を受け易い住宅市場の回復を促し、株価や住宅価格の持ち直しもあって個人消費が回復に向かい、米経済は回復を続けよう。特に、住宅市場は、長期にわたる不況期に蓄積されたペントアップデマンドの存在もあって牽引役が期待されている。

図表8 FRB政策金利と長短期金利の推移（日別）



2——変化を見せる米経済

1 | “製造業の復活”を目指すオバマ政権

オバマ大統領は、就任以来、製造業の復活（“製造業のルネサンス”とも言われる）に力点を置いた政策を取っている。特に、海外進出企業の国内回帰を促すため、米国内への工場移転に優遇措置を提案、研究開発投資等での税制優遇措置を行い、輸出振興に向けた中小企業の輸出支援に腐心してきた。2012年の一般教書ではこれまでの製造業支援策を総括、改めて、製造業が海外アウトソーシングを止め、米国での雇用を促す改革としての青写真を発表した。その骨子は下記の通りであるが、ホワイトハウスのホームページでは、これに関連して三つのキーポイントを掲げている。

第一は、法人税の包括的な改革。雇用の輸出を進める企業への優遇をやめ、米国に雇用を創出した企業を優遇する。そのコストは、海外に工場を移転した費用の税償却を止め、海外利益の税の抜け道を塞いだ分で賄う。最終的に法人税制を簡素化、企業が節税ではなく投資と雇用創出に努力できる環境を整える（具体策として、米国に雇用を戻した企業の法人税の20%控除。雇用を失ったコミュニティへの投資に毎年20億ドル・3年間の予算措置。国内のクリーン・エネルギー産業や関連設備への投資への税控除の引き上げ、等を提案。なお、2012年の大統領選では現行35%の法人税の28%への引き下げを公約）。

第二は輸出の強化。世界経済の発展は、米国の製造業に多大な機会を提供している。米企業の新市場の開拓をトッププライオリティと考え、2011年にはパナマ、韓国等と貿易協定を締結、数万人の雇用をサポートした。一方、海外の競争国が公平なルールを拒否することを容認しない。商務省は、38カ国120産物、計285項目に及ぶ貿易強化行動を準備し、不正貿易監視機関の設置計画を発表した。

第三に米国のインフラを再構築する。米国のインフラ老朽化は競争上の不利益をもたらしており、道路や橋の再建や送電網、ブロードバンドの整備等が必要。インフラ整備のための資金はイラクやアフガニスタンの戦争終結による資金の半分で賄い、残りを財政赤字縮小に充当する。

《製造業復活に向けての青写真(2012年一般教書)》

- ① 海外アウトソーシングの税控除を廃止、企業の海外利益と雇用に税金を支払わせる一方、米国に雇用を持ち込んだ企業には“報酬”を与える。
 - ・ 税率を優遇して米国の事業を取り入れる国に対抗する。
- ② 米国で生産と雇用を行う企業の税金を減少する。
 - ・ 米国の工場閉鎖や海外移転費用の税控除を廃止、半面、海外工場の米国への移転コストに税控除を行う。
 - ・ 税の抜け道を塞ぐ一方、雇用を創出した製造業への減税を行い、特にハイテク企業控除を倍増。
 - ・ 工場移転等で雇用面のダメージが大きい地域での企業ファイナンスや投資に支援を行う。
- ③ 不公正な貿易について厳しい態度で臨む。
 - ・ 2014年末までに輸出を倍増する計画を遂行中。昨年はパナマ、コロンビア、韓国と貿易協定を締結。また、中国を含む世界各国の不公正な貿易取引監視機関を連邦政府に設置するとともに、偽造品、安全性に欠ける品が入ってこないよう検査を強化する。
- ④ 海外での戦費節約分の半分を用い、より競争力のあるアメリカの再生を目指し雇用を増加。
 - ・ 道路を修復、高速鉄道を建設するなど、インフラ整備を行い、米企業の競争力を高める。

●最終目標は雇用の創出

製造業を重視する理由として、2013年CEA報告では以下の点を強調している。第一は力強い中間層を維持するため。2000年ごろまでは比較的安定していた製造業雇用は、その後減少を強め、リセッション後には一層落ち込み、中間層の雇用に大きなダメージを与えた。製造業の報酬はそれ以外の産業より7%高いこともあり、力強い中間層維持のために製造業の復活は欠かせない。

第二は、波及効果の高い製造業の喪失は経済・社会の利益を減少する。例えば、家電産業が発展することで次々と新たな技術革新・製品開発が行われるが、半面、一つの産業を失うとその産業の持つ将来的な発展性を失う恐れがある。政府が自動車産業を救済した根拠の一つでもある。

第三に、生産活動は低技能とは限らない。グローバルサプライチェーンの構築のため、海外への低技能生産活動の移転を進めるとしているが、生産活動が低技能であり続けることはなく、海外企業で高技能、高生産性により高賃金を得ている労働者は多い（特にドイツ・デンマーク等）。また、ハイテク産業でのOEM(相手先ブランド製造)はサプライヤーを鍛え上げ、他企業への商品供給を通じて将来的にライバル企業を利することになりかねない。第四に、輸出競争力の低下で輸入超過が慢性的になることである。

結局、製造業の復活は、政権の重要課題である中間層重視に向けた“雇用の創出”ためとされる。オバマ大統領は、就任一期目直後の金融危機への緊急経済対策に始まり、クリーン・エネルギー戦略、輸出倍增計画等に至るまで次々政策を打ち出しているが、いずれも雇用創出に直結するものと位置づけられており、国内向けに、マクロ的な不均衡是正等の大義名分が唱えられることは少ない。

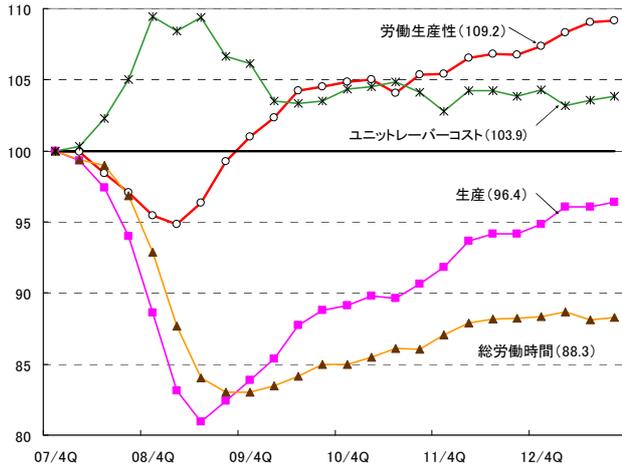
2 | “製造業のルネサンス”の現状

上記の青写真に描かれた施策は、その財源を、優遇税制の撤廃やアフガン・イラクの軍事支出の削減分に求めたこともあり、オバマ大統領の意図したようには進展していない。この点、後述の輸出倍增計画のように法制化の必要が少なく、行政府が推進できる施策とは異なる。もともと、政策面での支援が遅れる一方、投資環境面では、金融危機後の異例の緩和策によるドル安と中国等の新興国での急速な賃金上昇による労働コスト格差の縮小、また、シェールガス革命による天然ガスの豊富な供給やエネルギー価格の低下など、米国の製造業復活に向け、追い風が吹いている。

ただし、経済指標を見ると、金融危機後、米国の製造業が他の産業以上に回復が進行したとは言い難い。労働生産性統計で生産性を見ると、製造業の回復は非農業事業部門全体の伸びと遜色ないが、内訳を比較すると、リセッション入り時(2007/4Q)を100とした場合、直近の製造業の生産水準は96.4(2013/3Q)に留まり、非農業事業部門の生産(105.2)に大きく遅れ、未だにリセッション前を回復できていない。さらに、雇用(総労働時間)は88.3と生産の回復水準を下回り、結局、製造業の生産性の回復の多くは、雇用回復が生産の回復に遅行したためであることがわかる。

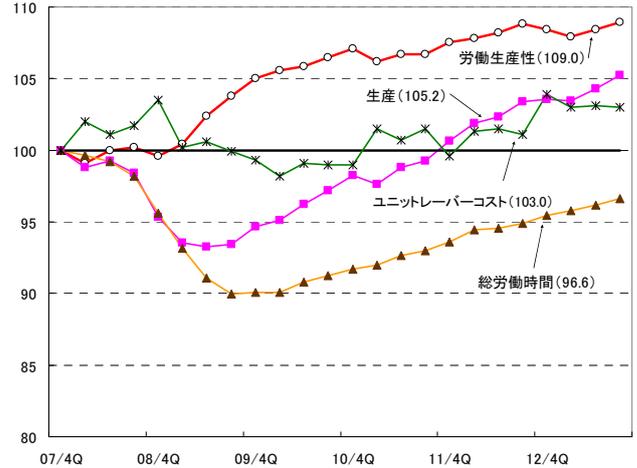
また、製造業に特徴的なのは、リセッション入り後の生産の落ち込みに雇用削減が追いつかず、ユニットレーバークストが急速に上昇(109.4、2008/4Q)したことである。非農業事業部門全体では生産の落ち込み以上に雇用を削減、ユニットレーバークストの上昇は速やかに修正されている。工場等で熟練労働者を抱える製造業の雇用市場は安定的な半面、流動性に欠けるため調整に時間を要し、回復時も生産増にかなり遅行する傾向を示している。

図表9 製造業の生産性と構成推移



(資料) 米労働省、2007/4Q=100

図表10 非農業事業部門の生産性と構成推移

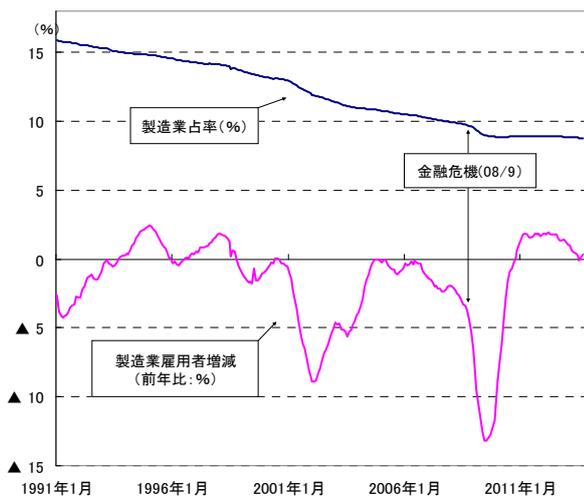


(資料) 米労働省、注：比較のため目盛を左図と同値にした。

製造業雇用者の産業全体に占める比率は、金融危機後に一段の低下を見せたが、その後も全体の回復に遅れているため、減少傾向が止まらない。また、国民所得に占める製造業の占率は2009年をボトムに若干上昇したものの、依然、リセッション前の水準を下回っている(図表11・12)。

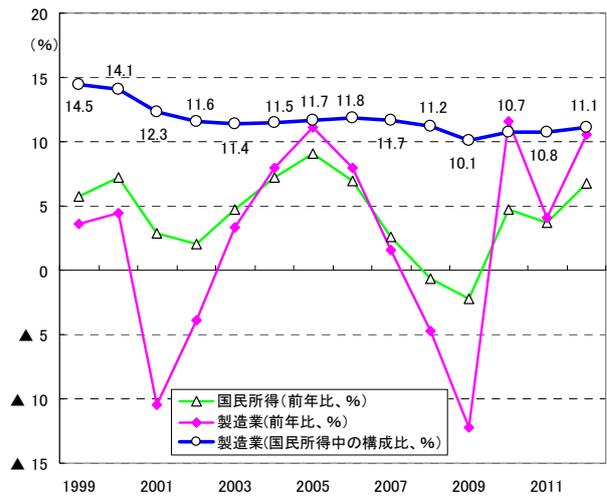
製造業の回復の遅れはFRB発表の鉱工業生産統計でも同様である。現在の鉱工業生産指数は100.0と2007/12(100.8)の水準をほぼ回復しているが、製造業指数では96.0と2007/12(100.9)を下回る。なお、製造業中の自動車産業は同期間に108.8と2007/12(97.1)から+11.7ポイントと大きく上回っており、その他の製造業の回復の遅れが大きいことを示している。ただ、製造業では常に技術革新が進行し、新興国等との競争上、省力化投資も必須であるため、生産増ないし業容が相当程度拡大しないと雇用増に繋がりにくい点には留意しておく必要がある。

図表11 低下傾向続く製造業の雇用者占率



(資料) 米労働省

図表12 国民所得中の製造業占率の推移



(資料) 米商務省

なお、個別企業の動きを見ると、海外への生産委託が中心だったアップルがアリゾナ州に工場を建設するなど米国に復帰、GE が個人金融部門を売却して製造業本業への回帰を強めるほか、シェール革命等の影響を受けた該当地域への工場建設、等が伝えられる。海外からの復帰の動きは散発的とも言えるが、海外への工場移転等の動きについては相当縮小しており、米国の製造業復活の兆しが窺える。ただ、こうした動きが製造業全体へと拡大するには、オバマ政権の青写真の実施を含め、かなり長期的な視野に立った支援策が必要と思われる。

3 | “シェールガス革命”の進行

米国では、新規の技術開発でこれまで採掘できなかった天然ガスの産出が可能となり、生産が急増するなどシェールガス革命が進行している。一方、生産増でガス価格が急落、高コストのガス田を抱えた会社の倒産も生じている。天然ガスの場合、国内や隣国への移動はパイプラインを通じて可能となるが、海外輸出の場合は液化施設や専用船等、移動手段の構築に時間を要する。そのため、海外との価格差は相当な開きがあり、輸出コストを考慮すれば、今後も一定の価格差が残される。ただ、米国の天然ガスは消費の100年分とされる豊富な埋蔵量を有しており、低価格の天然ガスを目的とした工場建設や輸出計画も多く、製造業に加え、米経済に大きなインパクトをもたらす可能性がある。

一方、同様の技術によりシェールオイル（米国では一般的にタイトオイルと呼称）の開発も進められている。天然ガスほど移動の制約が無い原油は国際価格との価格差も小さい。国内産油量の増加で石油輸入は減少している。また、天然ガスの輸出も考慮すれば、将来的には貿易赤字を改善して世界的な資金フローを転換させ、金融市場や経済関係に変化が生じ、地政学的な影響も大きいと思われる。

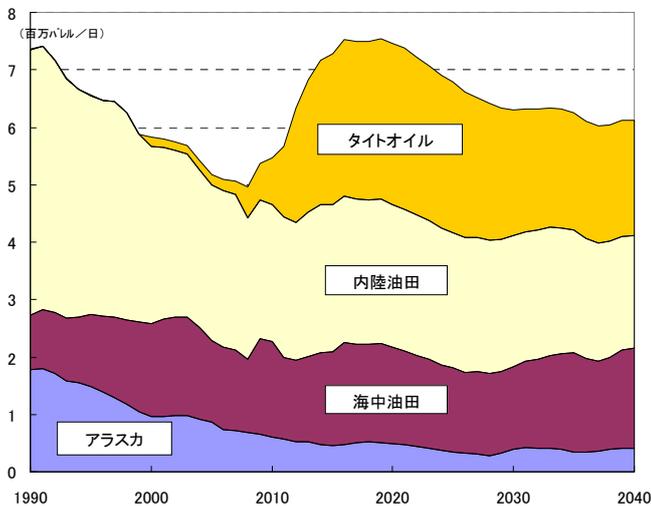
(1) 変貌見せる米国のエネルギー事情

11月に発表されたIEA（国際エネルギー機関）報告では「来年にも米国はサウジアラビア・ロシアを抜いて世界最大の産油国となり、2035年までに自国のエネルギー需要を国内資源で賄う。このため、北米は2035年までに原油を純ベースで輸入する必要がなくなり、一大石油製品輸出地となる」ことを示した。昨年と同報告では2020年ごろまでに最大の産油国となるとしており、その時期が加速しているが、これには米国のタイトオイルの開発が進展、米国の石油輸入の減少が進み主要産油国の生産に影響している事情もある（厳密には、タイトオイルは砂岩層、シェールオイルは頁岩層として区別される）。一方、天然ガスでは「既に欧州の経済不振の影響を受けたロシアを上回ったと見られ、ロシアの生産量次第では早ければ今年中にも米国が最大の産出国となる可能性がある」（10/3付WSJ）とされている。

オバマ大統領は、一般教書で毎年のように「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るなど、シェール層の膨大な天然ガス・原油資源への開発は急展開されており、シェール（ガス）革命とも呼ばれている。ただ、埋蔵量が豊富な天然ガスに対し、タイトオイルの生産は10年後にはピークに達するとの見方もある。また、生産面では、シェール層の開発について、政府の規制、国民の支持に左右される側面もあり、先行きの見通しが必ずしも楽観的に見られているわけではない。

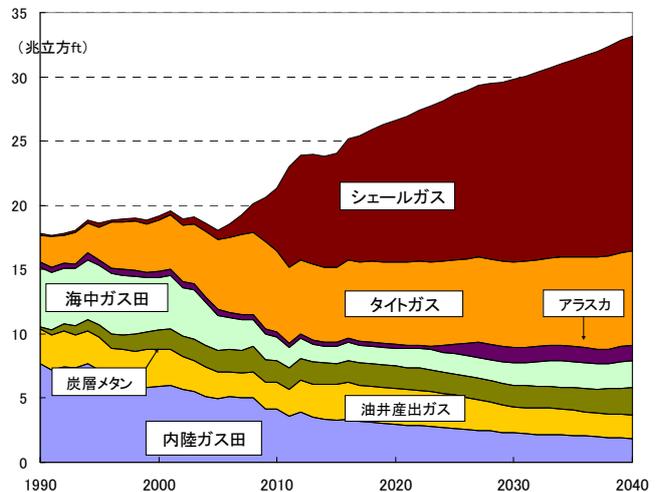
米エネルギー庁（EIA）の見通しでは、シェール層を含むタイトオイルの生産量は 2011 年の 1.22 百万バレル／日から 10 年後には 2.80 百万バレル／日と倍増、全体の 4 割弱を占める。また、シェールガス(含むタイトガス)は 13.71 兆立方フィートから 17.82 兆立方フィートへと 3 割増、全体の 7 割弱を占めるとしている(図表 13・14)。

図表 13 タイトオイルの生産と見通し



(資料) EIA: 2013 アウトルック

図表 14 シェール(タイト)ガスの生産と見通し

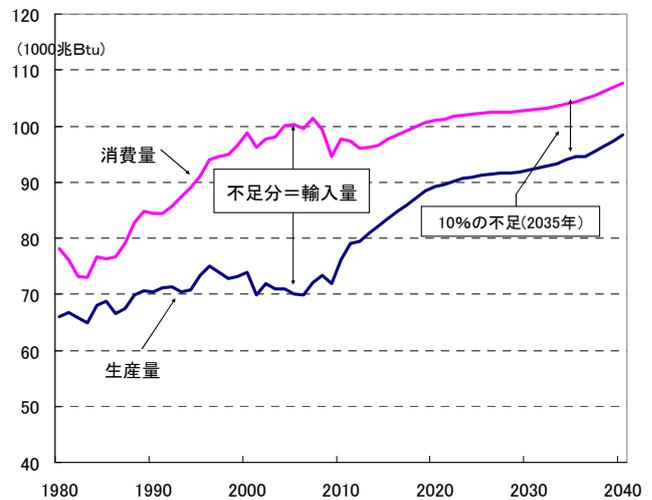


(資料) EIA: 2013 アウトルック

ただし、EIA の見通しでは、2040 年になっても石油輸入国であり、エネルギー自給率も 91%に留まるなど、前記の IEA 見通しほど楽観的ではない。EIA の生産見通しでは、エネルギー価格の安定的推移を想定、こうした見通しの下では、採算コストに見合った採掘に限定されるため、生産量もやや控えめと思われる。

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。今後、天然ガス等の輸出が拡大、原油の輸入が縮小すれば、貿易収支の大幅な改善に繋がり、貿易黒字国に変貌する可能性も出て来るほか、国内エネルギー価格を安定させ、物価にも寄与が大きい。

図表 15 エネルギー自給率見通し



(資料) EIA: 2013 アウトルック

(2) 米エネルギー多消費型「製造業」が優位性発揮か

エネルギー価格に関しては、IEA 報告（国際エネルギー機関、2013 年 11 月）によれば、「米国内の天然ガス価格は欧州の輸入価格の 1/3、日本の 1/5 であり、電力料金は日本と欧州の 1/2 以下（平均的な大口需要家）、中国との比較でも 1/2 程度と低い。このため、化学、アルミニウム、セメント、鉄鋼、製紙、ガラス、石油精製等のエネルギー集約産業における国際取引では、極めて有

利」と指摘している。さらに、今後についても、「天然ガス価格の地域格差は 2035 年になっても大きく、電力価格も硬直的である。米国はエネルギー集約産業の世界輸出シェアを若干拡大、日・欧は同輸出シェアの 1/3 を失う」としている。

I E A の世界石油消費量の見通しでは「OECD 諸国の使用量が減少する一方、新興国で増加、2030 年頃に中国は米国を抜き世界最大の石油消費国となる。このため、中国は早晩世界一の石油輸入国に、インドは 2020 年代初頭に世界一の石炭輸入国になり、エネルギー貿易の中心はアジア地域に移る。エネルギー部門では長年の固定概念が書き換えられ、経済・環境に大きな影響を与えよう」としている。

また、I E A の石油供給見通しでは「米国とブラジル等の非 OPEC 諸国の石油生産増が、向こう 10 年間は存在感を高め、その間の世界石油消費増の影響を減じるが、その後は非 OPEC 諸国の生産が安定、再び OPEC 諸国は影響力を増加させる」とし、原油価格の見通しでは「タイトオイルは技術開発で推定埋蔵量が増加するが、在来型の石油生産が減少気味となり、石油価格は 2035 年に 1 バレル 128 ドル(2012 年実質ベース)へと上昇し、新資源への開発を後押しする」と見ている。一方、天然ガスについては「シェールガス開発が米国で先行する一方、中国と中南米諸国の一部では生産の可能性はあるが、資源の質や生産コスト、社会的受容性から小規模に留まる見込み」としている。

4 | 迷走気味の“オバマノミクス”～先行きには光明も

金融危機は雇用者減など米経済に深い爪あとを残す一方、米経済活性化の起点ともなりつつある。また、金融危機からの立ち直りに際しては、金融危機の最中である 2009 年初に誕生したオバマ政権の歩みとも重なる。オバマ大統領は、就任一期目の課題として、大型景気対策による景気回復、金融危機再発防止のための金融制度改革、医療保険制度の成立を掲げ、いずれも一期目前半に法制化されるなど、オバマ政権は順調な政権運営を見せると思われた。

しかし、一期目の中間選挙では下院を共和党が逆転支配、二年後の大統領選では再選を果たしたものの、下院を共和党が支配する構図が維持された。このため、中間選挙後は、有効な追加景気対策が打てないなど政権運営が思うようにいかず、大統領再選後も、2013 年初の「財政の崖」では、主要な景気対策だった給与税減税が失効し、強制歳出削減が発動され、その後 10 月には「政府閉鎖」に追い込まれる等、財政政策が景気の足を引っ張る形となっており、その分、F R B の金融政策への依存が強まっている。

その他、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）は 2010 年に成立したが細則の制定で難航しており、最大の成果とされる医療保険制度では、2014 年の本格実施を前にシステム面や制度移行時のトラブルに見回れるなど、オバマ大統領への支持を低下させている。

ただ、こうした「迷走気味のオバマノミクス」にも係わらず、金融危機後 5 年間に及ぶ調整を経て米経済は回復に向かっている。歴史的な金融緩和策に下支えされているものの、今後も景気回復が維持されれば、「財政の崖」後の富裕層への増税と給与税減税の失効等が税収増を加速させ、強制歳出削減もあって財政赤字が縮小、前記のシェールガス革命が貿易収支を改善させれば、長らく米経済の代名詞とされる「双子の赤字」や、ドルへの信認を揺るがした純債務国等からの脱出に光明が灯されていると見ることも可能と思われる。

(1) “財政摩擦”は持続も、財政赤字は改善

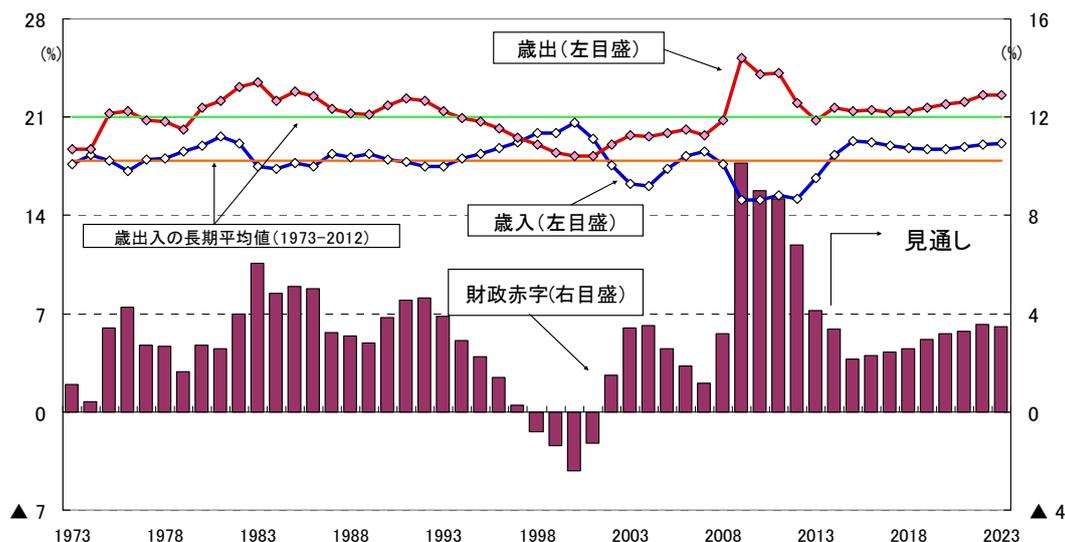
金融危機の最中である 2009 年初に誕生したオバマ政権は、大型景気対策による景気回復、金融危機再発防止のための金融制度改革、医療保険制度等をいずれも一期目前半に法制化したが、2010 年の中間選挙では下院を共和党が支配、中間選挙以降は、下院多数党である共和党が歳出増への反対を強め、財政問題を巡ってオバマ政権とことごとく対立している。特に、2013 年初の「財政の崖」では、給与税減税が失効、強制歳出削減が発動されるなど、財政政策は景気加速どころか景気の足を引っ張る形となっている。さらに 10 月には共和党の反対から予算が停止され、政府閉鎖に追い込まれた。こうした財政を巡る問題では、共和党との妥協点が見つけられずに問題を先送りしており、今後も繰り返される懸念が生じている。

一方、強制歳出削減が実行され、今後も歳出の抑制が見込まれるため、金融危機で急増した財政赤字は、一転急速な縮小を見せている。これには、緩やかながらも景気回復が進行、生産性の上昇もあって企業利益が増大、好調な株式売却益等による税収増も赤字縮小の背景となっている。

2013 年度の財政赤字は対 GDP 比 4.1%と 2009 年度の 10.1%から半分以下へと改善した。CBO の財政見通しでは、2015 年度に 2.1%まで低下、以降 4 年間は 2%台の低位の赤字を見込んでいる。ただし、今後の歳出見通しでは、1973 年以降の実績平均の GDP 比 21%を上回り、2023 年度には 22.6%に達するなど、今後も、小さな政府を党是とする共和党の削減要求は続きそうである(図表 16)。

新年早々には暫定予算の期限(1/15)を迎え、2/7には債務上限の期限が到来する。10月の政府閉鎖で先送りされた財政問題は喫緊の課題となっている。10月の政府閉鎖で批判を招いた共和党であるが、来年 11 月に中間選挙を控える中、茶会党が後ろ盾となる議員を多く抱えて簡単に妥協するわけにはいかず、中間選挙戦まで混乱が続く可能性も否定できない。

図表 16 歳出入と財政赤字の推移 (対名目 GDP、%)



(資料) OMB、CBO(見通し)

(2) 輸出倍増計画～未達の可能性強いが輸出増には貢献

オバマ政権下では、雇用重視の産業政策を強く打ち出している。前述の米国への工場の回帰や製造業の復興に力点をおいた「製造業のルネッサンス」はもとより、クリーン・エネルギー政策も新たな雇用創出を狙っている。この点では、2010年の一般教書演説に掲げた輸出倍増計画も同様の目標を持ち最終的には200万人の新規雇用を創出するとしている。また、オバマ政権ではアジア太平洋地域を重視、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、等を目指し、中でもアジア諸国を多く含むTPPの早期締結を計画しているが、これらも輸出倍増計画や製造業復興政策と一体を成すものと言えよう。2010年を初年度とする輸出倍増計画（向こう5年間で輸出を倍増）では2014年が最終年となる。当プロジェクトは国家輸出構想（NEI：the National Export Initiative）に基づき、国務、財務、商務、農業等の主要閣僚を中心に「輸出振興閣僚会議」を立ち上げ、大統領に諸提案を行っている。[（計画発表時の詳細は2010年4月16日付エコノミストレターを参照下さい）](#)

その成果は2012年5月には次のように報告されていた。「過去12ヵ月の輸出は2.15兆ドルと過去最高を記録、輸出倍増計画の基準となる2009年の1.36倍となる。これにより、輸出産業の雇用者が970万人（2011年）となり、2009年より120万人増加した。貿易関連の政府機関は12000社以上に直接的な助言を行い、1400億ドル近い輸出をサポートした。輸出入銀行の貸し出し資産上限は2012年に1200億ドルに、2014年には1400億ドルに引き上げられる。」（ホワイトハウス：ファクトシート）

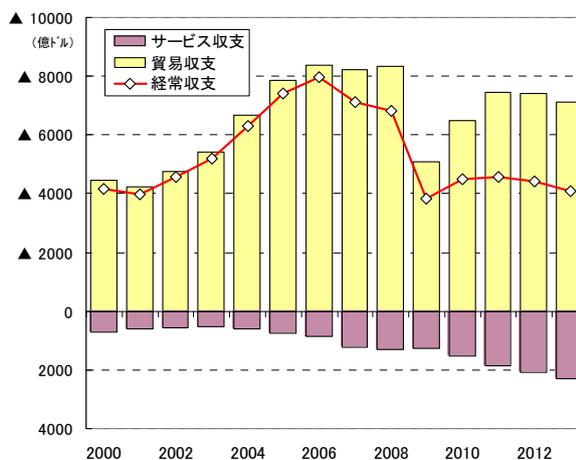
もっとも、その後の経過を見ると、2012年以降は輸出の伸びが失速している。これにはユーロ危機等によるユーロ圏経済の停滞、新興国経済の減速、原油需要の伸び悩みによるOPEC諸国の輸入減、等主に世界経済の停滞が原因と思われる。今後、2013年下半期の輸出が上半期並みの伸びに留まれば、目標達成のためには2014年に前年比40%の伸びが必要となり、既に、輸出倍増が達成される可能性は遠のいている。なお、基準年とされる2009年は、金融危機直後の年で輸出が大幅に落ち込んだ時期にあたる。このため直後の2010年の輸出が高い伸び（前年比16.9%）を見せたにも係わらず2008年の水準を回復したに過ぎない（図表17・18）。

図表 17 輸出倍増計画の経過状況

	財の輸出		サービスの輸出		輸出合計		
	(億ドル)	2009年比(倍)	(億ドル)	2009年比(倍)	(億ドル)	2009年比(倍)	伸び率(前年比、%)
2004	8,220	0.77	3,417	0.67	11,637	0.74	13.7
2005	9,117	0.85	3,766	0.74	12,883	0.82	10.7
2006	10,394	0.97	4,214	0.83	14,608	0.93	13.4
2007	11,636	1.09	4,893	0.96	16,529	1.05	13.1
2008	13,073	1.22	5,330	1.05	18,403	1.17	11.3
2009	10,695	1.00	5,087	1.00	15,782	1.00	▲14.2
2010	12,888	1.21	5,557	1.09	18,445	1.17	16.9
2011	14,959	1.40	6,170	1.21	21,128	1.34	14.5
2012	15,612	1.46	6,493	1.28	22,106	1.40	4.6
2013(注1)	15,709	1.47	6,728	1.32	22,437	1.42	1.5
2014(注2)					31,564	2.00	40.7

（資料）米商務省、2013年は上期の年率、2014年は目標値

図表 18 米貿易・経常収支の推移



（資料）米商務省、2013年は上半期の年率

こうしてみると、大規模に打ち出した計画であるが、尻すぼみ状態にあることは否定できない。ただし、「図表 1」で見たようにリセッション後に実質 GDP の牽引役として輸出増は欠かせない存在であったし、「図表 18」に見られるように貿易赤字は縮小、サービス収支の黒字は増加傾向にあり、経常赤字が大きく縮小している。過去最高の 2006 年からはほぼ半減しており、金融危機前に警戒が強まっていた「双子の赤字」再来への懸念は大幅に改善されている。輸出倍増計画は短期的な成果を急ぎすぎたと思われるが、輸出増と経常赤字の改善の動きは一定の評価を得られよう。

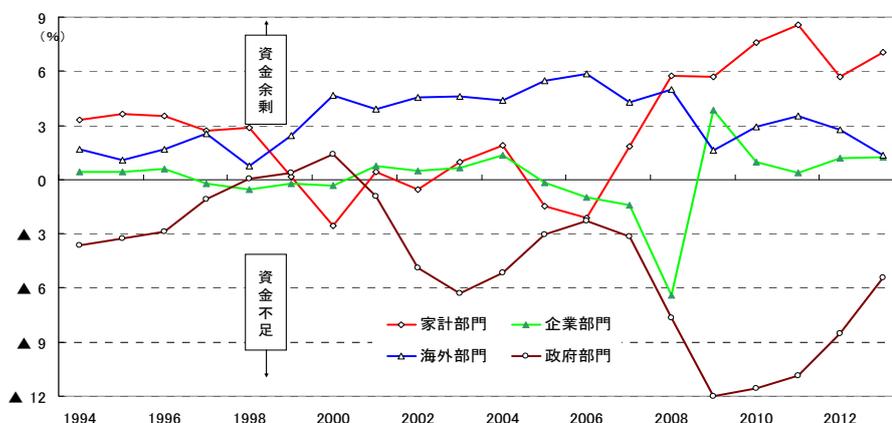
(3) 「双子の赤字」縮小にシェールガス革命を生かせるか？

「図表 19」の米国の資金過不足表を見ると、国際収支上では、経常赤字を充足すべくインフロー(＝金融勘定収支の黒字)が生じるため、海外部門の資金余剰となって表れる(実際には若干のタイムラグが生じる)。過剰消費が問題とされた 2005-6 年には、家計部門をはじめ国内部門がいずれも資金不足に陥り、海外部門が不足分を一手に賄うなど、米国の過剰消費が世界不均衡の元凶ともされたが、その後の金融危機を経て、現状は政府部門が唯一の不足部門となり資金を一手に吸収している。今後、経常・財政赤字がともに縮小に向かえば、海外資金への依存度も次第に薄れていくこととなる。

その後は、前述の景気サイクルに従い、低金利を利用した住宅投資が回復、個人消費の持ち直しもあって家計部門の調達が増加する。従来なら国内景気の回復に伴い経常赤字が拡大していたが、今後、シェール革命の寄与で経常赤字の改善が維持されるのであれば、米経済はこれまでと異なった道を歩むことが可能となる。その場合、ドルへの信認が高まりでドル高が懸念されるが、経常赤字以上の海外インフローが期待でき、過剰なインフローは米国の海外への投資として活用・還流される。

米国内では、海外からのインフロー増で米国債への需要が高まり、長期金利は低めに抑制されよう。その後については政策次第で、先行きが大きく分かれる。緩やかで持続的な成長を目指し、息の長い回復を続けるのか、これまで何度も辿ってきたように景気過熱を招くのか、選択肢はその時の政治・社会状況(例えば選挙が近いとか)にも左右されるだろう。しかし、オバマノミクスが迷走しようと、景気が回復を続ける中で「双子の赤字」が縮小に向かうのであれば、米経済の先行きに期待が持てる。シェール開発を経済改革の呼び水と出来るかがキーポイントになることは言うまでもない。

図表 19 部門別資金過不足表(対名目GDP比、%)



(資料) 商務省、FRB、注：2013年は上半期。