
緩慢な成長が長期化する米国経済

欧州債務危機がもたらす景気下振れリスク

西川 珠子
Nishikawa Tamako

はじめに

米国経済は、大恐慌に次ぐ長く深い景気後退を経て、2009年6月を底に回復過程にある。しかし、2年半の回復期間を経てもなお、その足どりは弱いものにとどまっている。本稿では、米国経済の現状と低迷長期化の背景について整理したのち、リーマン・ショック後の金融・経済危機に対するオバマ米政権の政策対応の成果を検証する。最後に、欧州債務危機がもたらす景気下振れリスクを検討しつつ、米国経済の先行きについて展望する。

1 米国経済の現状

(1) 本格回復とは程遠い成長力

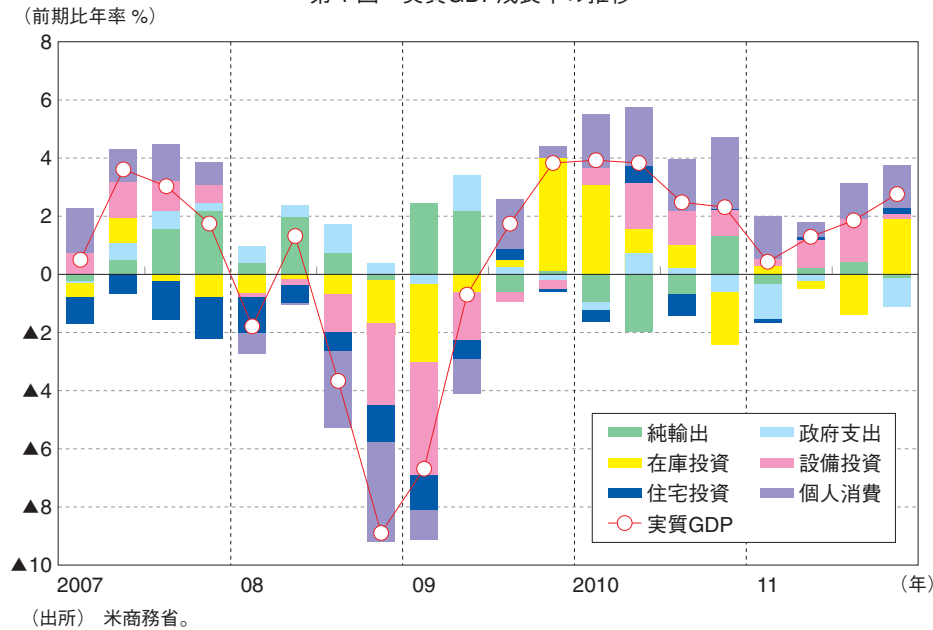
信用力の低い借り手に対するサブプライムローンを中心とした住宅市場の変調を契機に、2007年12月に景気後退局面入りした米国経済は、リーマン・ショック（2008年9月）後の金融市場の混乱による深刻な落ち込みを経て、空前の規模の景気対策や金融安定化策の発動により、2009年6月を底に回復過程に入った。今回の景気後退期間は18ヵ月と戦後平均（11ヵ月）を上回り、大恐慌後の43ヵ月（1929年8月—1933年3月）に次ぐ長さであり、ピークからの実質国内総生産（GDP）減少幅も5.1%と戦後平均（1.7%）を上回り、大恐慌（26.7%）、第2次世界大戦時（11.9%）に次ぐ落ち込みの深さであった。高成長・低インフレが長期継続した2000年代の「大いなる安定（Great Moderation）」後の長く深い景気後退は、「大後退（Great Recession）」と称されるようになっている。

後述する金融危機対応策の効果により、2009年後半から2010年春先にかけては景気回復基調が鮮明になり、一時は政策対応の「出口戦略」が議論されるほどになった。しかし、その後は景気対策の息切れとともに二番底懸念が浮上し、2011年前半は東日本大震災や竜巻など悪天候の影響で失速寸前の状態に陥った。実質GDP成長率は、一時的な要因の影響剥落により2011年7—9月期に前期比年率1.8%まで持ち直し、年末商戦が底堅く推移したことなどから10—12月期には同2.8%と6四半期ぶりの伸びを示したが、生産活動はいまだ2005年頃の水準で停滞するなど、本格回復とは程遠い状況が続いている（第1図参照）。

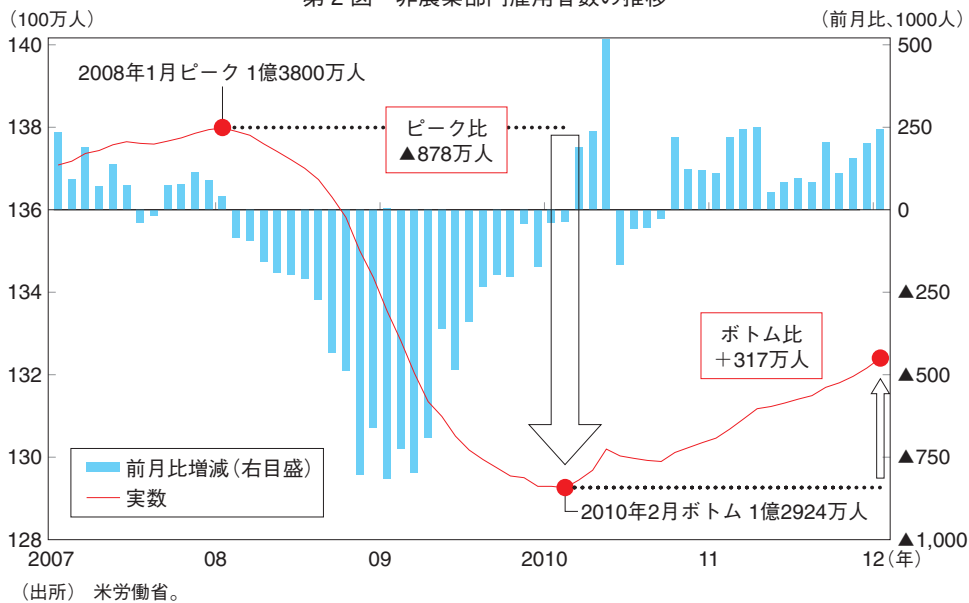
(2) 回復遅れる雇用情勢

回復力の弱さがとりわけ際立つのが雇用情勢である。非農業部門雇用者数は、2008年1月のピークから2010年2月にボトムをつけるまでの2年間で878万人減少した後、現在（2012

第1図 実質GDP成長率の推移



第2図 非農業部門雇用者数の推移



年1月)に至るまでに喪失分の約3割強にあたる317万人しか増加していない(第2図参照)。特に建設部門の雇用悪化が著しく、不動産不況の影響が如実に現われている。情報技術や医療などサービス分野の採用ニーズはあるが、建設業などの不況業種からの転換は困難で、業種間のミスマッチが雇用回復を阻害している。2012年1月の失業率は8.3%と2009年2月以来の水準に低下したが、求職活動の停止による労働力率の低下によって失業率が抑制されている面もあり、雇用情勢が本格的に回復したと受け止めるのは時期尚早である。就労意欲はあるが求職活動を行っていない者や、フルタイム雇用を希望しているがパートタイムで就労している者を失業者とみなした場合の広義の失業率は、15.1%にも達する。また、失業期間もリーマン・ショック前の17週程度から40週以上まで長期化し、失業者の4割以

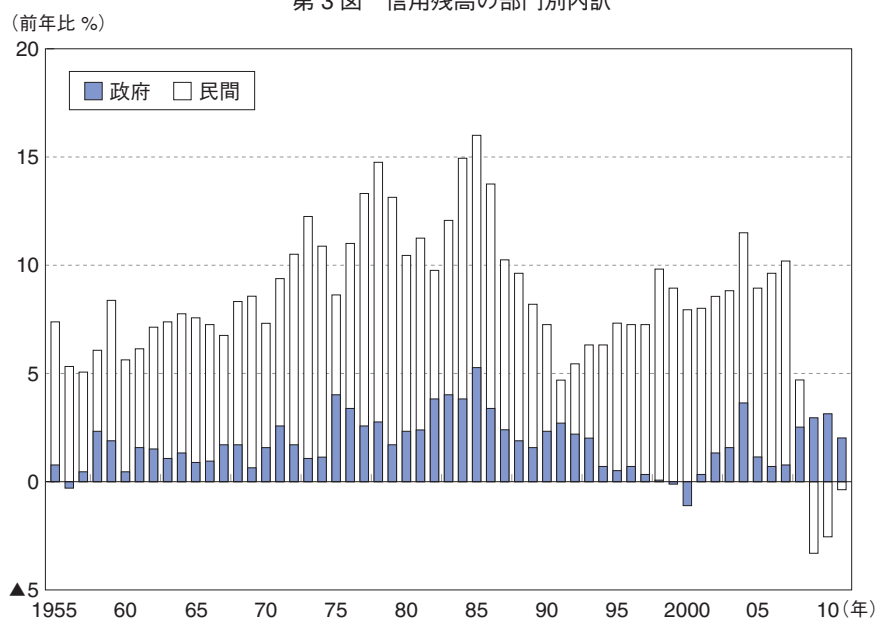
上は半年以上失業状態から抜け出せない状況に陥っている。若年層（16—19歳）ではおよそ4人に1人が失業状態にあり、こうした失業の長期化・若年化は、職業的スキル劣化の観点からみても憂慮すべき事態となっている。失業率は地域間格差も大きく、大統領選挙での支持政党が固定化していない浮動州（ネバダ、フロリダなど10州）の失業率が相対的に高い（2011年12月単純平均8.7%、民主党優位州7.9%、共和党優位州7.1%）ことは、オバマ大統領の再選にとって不利な材料になると考えられる。

（3）回復の弱さの背景にあるバランスシート調整圧力

こうした回復力の弱さの背景にあるのは、バランスシート調整圧力である。住宅市場を中心とした信用バブルの崩壊により、借り入れをテコに消費・投資を膨らませるレバレッジの動きが逆転し（デレバレッジ）、家計・企業は負債の圧縮、金融機関は資産（貸し出し）の抑制を急速に進めている。米国の信用（債務）残高は、2000年代半ばのバブル期には名目GDPの3倍を超える規模に膨張したが、2009年は統計開始以来、初の前年割れとなり、特に民間部門で大幅に減少する前代未聞の信用収縮が発生している（第3図参照）。

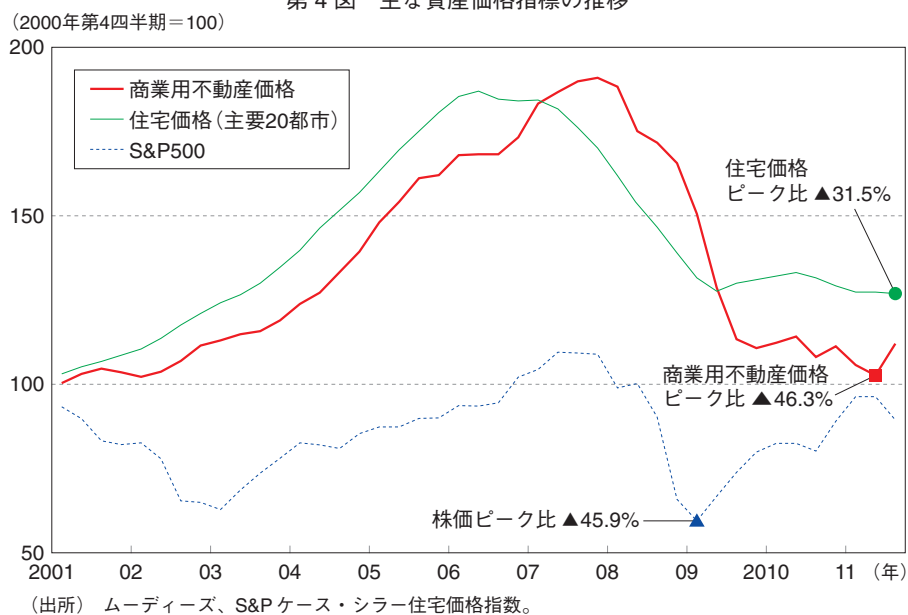
バランスシート調整にいつそう拍車をかける要因となっているのが資産価格の低迷である。資産価格は2006—07年をピークに大幅に下落しており、ピークからの下落率は住宅（スタンダード・アンド・プアーズ〔S&P〕ケース・シラー指数、主要20都市）が31.5%、オフィスビル・商業施設などの商業用不動産が46.3%、株価（S&P 500種指数）では45.9%となっている（第4図参照）。資産価格の低迷により、家計・企業の総資産は2007年6月末ピークの121兆ドルから2009年6月末の101兆ドルまで20兆ドル減少し、米国の経済規模（名目GDP約15兆ドル）を上回る富が失われた。その後、株価の回復等により資産は再び拡大しているが、喪失分の半分程度しか取り戻せていない。資産の目減りにより、いつそうの負債圧縮圧力が高まる悪循環が生じている。

第3図 信用残高の部門別内訳



(注) 2011年は9月末。他は12月末。
(出所) 連邦準備制度理事会 (FRB)。

第4図 主な資産価格指標の推移



特に、住宅価格は二番底をつけるほど低迷しており、住宅保有世帯の2割以上は、ローン残高が資産価値を上回る債務超過状態（いわゆるアンダーウォーター）に陥っている。金融緩和により住宅ローン金利は歴史的な低水準にあり、政府も住宅ローン返済条件の見直しや借り換え支援策を実施しているが、成果が上がっていない。住宅在庫は、月間住宅販売件数の8—9ヵ月分と平常時の倍の水準にあるうえ、不正な差し押さえや住宅ローン債権の評価にかかわる虚偽記載などに対する訴訟問題が長期化したことで、処理の進まない「隠れ在庫」が住宅在庫とほぼ同水準に積み上がった。平常時の4倍もの住宅在庫という過剰な供給圧力が下押し圧力となっているため、住宅価格は底値のみえない状況が続いている。住宅価格の回復の遅れは、バランスシート調整圧力や逆資産効果を通じて、最大の需要項目である個人消費の抑制要因となり、米国経済の回復を阻んでいる。

2 オバマ政権の政策対応

(1) 景気対策の概要と効果

金融危機とその後の景気低迷に対し、オバマ政権は無策であったわけではない。オバマ政権は、「米経済は1兆ドルの需要不足に陥る可能性がある」として、発足直後の2009年2月には史上最大規模（10年間で7872億ドル）の「米国再生・再投資法（ARRA: American Recovery and Reinvestment Act）」を成立させた。ARRAで導入された失業保険給付期間の延長などのセーフティーネット整備や、勤労世帯向けの税額控除、住宅減税等の各種減税は時限措置であったが、雇用情勢や住宅市場の低迷が続く、時限措置の失効に耐えられる経済状況ではなかったため、数次にわたり延長され、対策規模は上積みされていった。2010年末には、ARRAを上回る規模（10年間で8578億ドル）の「2010年減税・失業保険再授権・雇用創出法（Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010）」が成立したが、既存措置の延長を中心とした内容であった。これまでに成立した景気対策は、2019

年までの10年間で総額1.8兆ドル（GDP比12.5%）、2011年度だけでみても6400億ドル（同4.4%）もの巨額に達している（第1表参照）。しかしながら、既存対策の延長で規模が膨れ上がっていることや、最優先の雇用対策でも新規雇用創出より失業時のセーフティーネット拡充が中心となっていることで、新規の需要創出効果は限定的なものにとどまっている側面がある。

また、オバマ政権自身が率直に認めているように、「反循環的なマクロ経済政策の効果を評価することは、そうした政策が行なわれなかった場合の経済情勢を観察していないがゆえに、本質的に困難」⁽¹⁾であり、政治的な立場によって評価は左右される。

当然のことながら、オバマ政権は景気対策が大恐慌の瀬戸際から米国経済を回復へ導くうえで大いに有用であったと評価しており、大統領経済諮問委員会（CEA）はARRAの経済効果について、2011年1—3月期の実質GDPの水準を2.3—3.2%、雇用者数では240—360万人の押し上げ効果があったと試算している⁽²⁾。党派的に中立な議会予算局（CBO）も、CEA同様に景気対策の効果を肯定的に評価しているが、推計結果はかなり幅があり、最も効果が発現した2010年は、四半期ベース（平均）で雇用に70—330万人、実質GDPを0.7—4.1%押し上げ、失業率を0.4—1.8%ポイント押し下げたとしている⁽³⁾。以上の分析では、乗数効

第1表 オバマ政権の主要景気対策一覧

成立日	タイトル	概要	対策規模(億ドル)				
			2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	開論-2019年度
2009年(第111議会・第1会期)							
2月17日	ARRA	包括対策(注2)	1,849	3,994	1,344	361	7,872
6月24日	Supplemental Appropriations Act, 2009	自動車減税(注3)	10				10
11月6日	Worker, Homeownership, and Business Assistance Act of 2009	住宅減税、失業保険給付延長等		447	▲48	▲76	▲0
12月19日	Department of Defense Appropriations Act, 2010	失業者医療保険料補助		45	17	3	65
2010年(第111議会・第2会期)							
3月2日	Temporary Extension Act of 2010	失業保険給付延長等		86	▲61	▲63	136
3月18日	Hiring Incentives to Restore Employment (HIRE) Act	雇用減税		45	62	23	1
4月15日	Continuing Extension Act of 2010	失業保険給付延長等		156	19	3	182
7月2日	Homebuyer Assistance and Improvement Act of 2010	住宅減税延長			1	0	▲0
7月22日	Unemployment Compensation Extension Act of 2010	失業保険給付延長		85	247	2	339
8月10日	Education jobs and Medicaid funding bill	州政府雇用等支援			224	8	▲0
9月27日	Small Business Jobs Act of 2010	中小企業対策			854	▲110	20
11月17日	Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010	包括対策(注4)			3,742	4,229	8,597
2011年(第112議会・第1会期)							
12月22日	Temporary Payroll Tax Cut Continuation Act of 2011	給与税減税・失業保険給付延長等				292	55
2012年(第112議会・第2会期)							
2月17日 議会通過	Middle Class Tax Relief and Job Creation Act of 2012	給与税減税・失業保険給付延長等				1,011	1,124
計			1,859	4,859	6,400	5,685	18,129
2010年名目GDP比(%)			1.3	3.3	4.4	3.9	12.5

(注) 1 対策規模の正の数値は財政赤字拡大要因（景気刺激効果）、負の数値（▲表示）は財政赤字縮小要因（景気抑制効果）。
 2 議会予算局（CBO）は、ARRA成立当初の対策規模を7872億ドルと推計していたが、2011年11月時点で8250億ドルに上方修正している。
 3 自動車減税については、2010年8月7日に成立した補正予算で、さらに20億ドルの支援が追加されたが、財源はARRAからの振り替えによる。
 4 2011—2020年度までの10年間の対策規模は8578億ドル。
 (出所) CBO、議会合同税制委員会（JCT）より、みずほ総合研究所作成。

果（刺激策1単位当たりのGDP押し上げ効果）は総じて政府支出（公共投資、州・地方政府支援や失業保険給付等移転支出）が減税を上回る結果となっており、景気後退期の裁量的な財政出動の有効性を主張するケインズ理論を支持する内容となっている。

一方で、保守派のなかでは、ケインズ的（裁量的）な財政政策批判の急先鋒であるテイラー米スタンフォード大学教授が、ARRAを含め2000年代に実施された一時的・裁量的な景気刺激策は効果がなかったと結論付けている⁽⁴⁾。共和党の大統領候補の経済政策の主張も、オバマ政権の需要面を重視するケインズ型経済政策を否定し、供給面（サプライサイド）を重視するレーガン政権時代の経済政策（レーガノミクス）への回帰の方向でおおむね一致している。具体的には、2010年に成立した医療保険改革法、金融規制改革法などをいわゆるJob-killing（雇用喪失につながる）規制として撤廃・見直しを求めているほか、各種減税を通じ個人の消費や企業の投資・雇用意欲を促進し、「小さな政府」の実現を志向する主張を展開している。

(2) 金融安定化策の概要と効果

オバマ政権は景気対策を遂行する一方で、ブッシュ前政権下で創設された7000億ドルの公的資金枠を財務省に付与する「不良資産救済プログラム（TARP: Troubled Asset Relief Program）」を柱とした「金融安定化プラン」（2009年2月発表）の実施により、金融安定化を図った。

約7000億ドルの公的資金枠のうち、2011年9月末時点の支出額は59%にあたる4132億ドルで、すでに2880億ドルが返済されている（第2表参照）。具体的なプログラムについてみ

第2表 不良資産救済プログラム(TARP)の枠組み

(単位 億ドル)

プログラム	概要	当初計画	配分額	支出額	返済額
		(2009/3)		(2011/9)	
①金融機関支援		3,405	3,203	3,129	2,492
資本注入プログラム (CPP: Capital Purchase Program)	707行対象に資本注入	2,180	2,049	2,049	1,849
地域金融機関支援 (CDCI: Community Development Capital Initiative)	地域金融機関向けの資本注入	—	6.0	2.0	—
集中投資プログラム (TIP: Targeted Investment Program)	Citigroup, Bank of Americaへの資本注入	400	400	400	400
資産保証プログラム (AGP: Asset Guarantee Program)	Citigroupの特定資産の保証	125	50	0	50
システム上重要な破綻金融機関支援 (SSFI: Systemically Significant Failing Institutions)	AIGへの資本注入	700	698	678	193
②自動車産業支援		300	818	797	373
③資産流動化支援		1,700	271	181	15
官民共同投資プログラム(PPIP)	官民共同の不良資産(貸出債権・証券化商品)買い取り	750	224	176	13
ターム資産担保証券貸出制度 (TALF: Term Asset-Backed Securities Loan Facility)	消費者・中小企業向け貸し出しの資産担保証券(ABS)等を担保とするNY連邦銀行貸し出し	800	43	1	0
中小企業信用支援 (UCSB: Unlocking Credit for Small Business)	SBA(中小企業庁)ローン担保証券の買い取り、中小企業金融支援等	150	4	4	2
④住宅市場支援		500	456	25	—
住宅ローン返済負担緩和プログラム(HAMP)	住宅ローンの返済条件見直し(返済負担軽減)	—	227	16	—
計		5,905	—	—	—
残余		1,095	—	—	—
合計(注)		7,000	4,748	4,132	2,880

(注) TARP総額7000億ドルのうち、12億ドルは「住宅支援法」（2009年5月20日成立）により他のプログラム充当のため減額されている。

(出所) Office of the Special Inspector General for Troubled Asset Relief Program (SIGTARP)。

ると、TARPは①金融機関支援（資本注入、債務保証等）、②自動車産業支援（緊急融資、資本注入等）、③資産流動化支援（証券化市場の支援、不良資産買い取り等）、④住宅市場支援（差し押さえ回避のための住宅ローン返済条件見直し等）の4つの柱で構成されている⁵⁾。このうち、①金融機関支援と②自動車産業支援については2009年末までに新規支出は終了し、オバマ政権は「Wall StreetからMain Streetへ」と経済政策の重点をシフトするなかで、消費者や中小企業の資金調達環境の改善に働きかける③資産流動化支援、④住宅市場支援に軸足を移す方針を示した。

しかし、第2表が示しているように、金融機関支援や自動車産業支援が当初計画どおり、もしくは計画を上回る規模で実施された一方、資産流動化支援や住宅市場支援は、計画の大幅縮小や執行の遅れに直面しており、必ずしも有効活用されていない。

資産流動化支援のうち、官民共同の投資ファンドを組成して不良資産化した住宅ローン・商業用不動産ローンの貸出債権および証券化商品を金融機関から買い取る「官民共同投資プログラム（PPIP: Public-Private Investment Program）」は、TARPの目玉とも言えるプログラムだった。構想発表時点では、PPIPは「TARPから750億ドルを拠出して最大1兆ドルの不良資産を買い取る」とされていた。しかし、時価会計基準の緩和⁶⁾により金融機関側の不良資産売却インセンティブが後退したことなどから、プログラムは縮小・延期を余儀なくされ、買い取り対象も証券化商品に限定された。

また、住宅市場支援策としては、住宅差し押さえを回避するための「返済負担緩和プログラム（HAMP: Home Affordable Modification Program）」を中心にTARPから456億ドル（HAMPは約半分の227億ドル）が配分されているが、2011年9月末時点の支出額は25億ドル（同16億ドル）にとどまっている。HAMPは400万件の支援目標を掲げていたが、2011年10月末時点での利用実績は約88万件と目標には遠く及ばない。

TARPは、金融機関への資本注入を通じて不良資産の処理を促す側面支援という効果があったと考えられるものの、PPIPやHAMPなど、危機の震源である住宅市場により直接的にアプローチする施策では十分な成果を上げられていない。

総じてみると、オバマ政権が実施した空前の規模の景気対策・金融安定化策は、リーマン・ショック後の景気の落ち込みを緩和し、金融市場のパニック収拾に一定の効果を発揮したと考えられる。しかし、信用バブルの反動に伴う信用収縮が長期化するなかで、家計のバランスシート調整を進展させるために不可欠な「雇用と住宅市場の回復」という有権者が切望する成果にはつながっていない。オバマ政権の政策対応で最も問題だったのは、住宅市場という患部の止血に失敗したことにあり、景気対策の規模拡大で応急措置を続けた結果、2009年度以降3年連続で1兆ドル超の財政赤字を抱えるまでに、財政負担を膨張させる事態を招いてしまっている。

3 今後の展望と欧州債務危機の影響

(1) 緩慢な成長が長期化する可能性

先行きについても、米国経済の力強い拡大は当面期待しにくい。住宅市場の回復が短期的

に見込みがたいため、家計のバランスシート調整が長期化することが、緩慢な成長シナリオを想定せざるをえない最大の理由である。過去の世界的な金融危機を分析した先行研究⁽⁷⁾によれば、信用バブル崩壊後の信用収縮からの回復には7年程度（中央値）を要するとされ、単純に米国に当てはめると2007年を起点とする信用収縮の動きは、まだ7合目に達したにすぎず、少なくとも2013年いっぱいには調整圧力が作用する可能性がある。

さらに、2012年以降は緊縮財政による景気の下押し圧力が強まる。ARRAの効果は2011年度（財政年度は2010年10月—2011年9月）でほぼ出尽くすなど、これまでの景気対策効果は2012年度には軒並み剥落する（第1表）。「2010年減税・失業保険再授権・雇用創出法」と、さらにこれを延長する「2012年中間層減税・雇用創出法」が2012年度の景気下支え役を担うことになるが、2012年度の景気対策の規模はGDP比3.9%と前年の4.4%を下回り、成長率に対してはむしろ0.5%の押し下げ圧力が生じることになる。加えて、2012年度以降は、財政健全化に向けて最低でも2.1兆ドルの財政赤字削減を義務付けた「2011年財政管理法（BCA: Budget Control Act of 2011）」（8月2日成立）による歳出削減の影響が生じる。BCAでは2012年度から10年間で9170億ドル（2012年度210億ドル〔GDP比0.1%〕、2013年度420億ドル〔同0.3%〕）の歳出削減が決定されており、さらに2013年度以降は強制的歳出削減措置により1.2兆ドル（9年間、2013年度680億ドル〔同0.5%〕）の追加削減が実施される予定となっている。

CEAは米国の潜在成長率を2.5%と推計し、連邦準備制度理事会（FRB）も実質GDP成長率の長期平均を2.3—2.6%と見込んでいるが、バランスシート調整圧力と緊縮財政により2012年（年間）の実質GDP成長率は、2%台半ばの「実力」を下回る緩慢な成長となり、労働需給も緩和状態が続くと予想される。オバマ政権の雇用対策は、失業保険給付延長などセーフティネット整備が中心で、職業訓練等は後手に回っており、業種間での需給のミスマッチ解消も短期的には見込みがたいことから、失業率の改善ペースは緩やかなものにとどまろう。

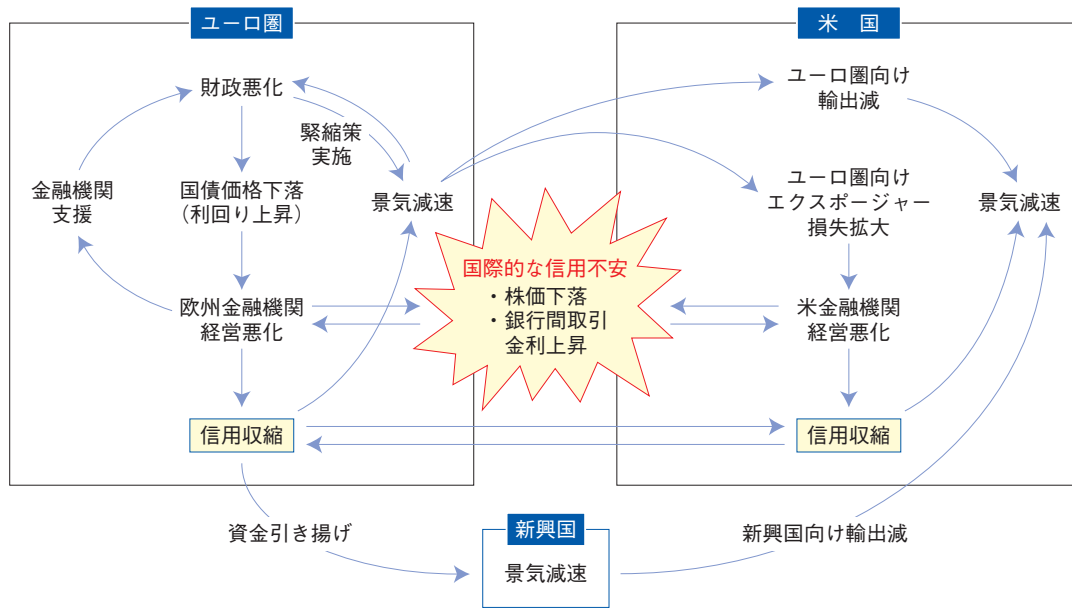
（2）欧州債務危機による信用収縮の連鎖が下振れリスクに

ただでさえ回復力の弱い米国経済の大きな下振れリスクになっているのが、欧州債務危機の影響である。ギリシャを発端とする財政危機は、イタリア、スペインなどに波及し、多額の南欧国債を保有する欧州金融機関の損失拡大による金融危機へと発展しつつある。金融機関支援のための財政出動が各国の財政悪化懸念を高める負の連鎖が発生しており（第5図の「ユーロ圏」部分参照）、いまやフランスの国債までも格下げされる状況に至っている。欧州連合（EU）首脳会議は、中長期的な財政規律強化策を打ち出したが（2011年12月9日）、短期的な危機対応策として期待されていたユーロ共同債や欧州中央銀行（ECB）による国債購入の大幅拡大などは見送られ、国際金融市場の混乱が終息するめどはたっていない。

欧州債務危機は、金融市場や貿易を通じた波及ルートが相互に絡み合いながら、米国経済の下振れリスクとなる（第5図の「米国」参照）。

金融市場では、国際的な信用不安が高まり、株価下落や銀行間取引金利の上昇を通じて、米金融機関の資金繰りを圧迫し、市場取引の低迷が収益を悪化させている。米金融機関は、ギリシャなど重債務国の国債直接保有による影響は欧州金融機関ほど大きくないとみられるが⁽⁸⁾、欧州の国債や社債がデフォルト（債務不履行）した場合に損失を保証するクレジット

第5図 欧州債務危機の米国経済への影響波及経路



(出所) みずほ総合研究所作成。

第3表 国・地域別の銀行与信残高

	米銀 ⇒ 海外				外銀 ⇒ 米国			
	米国の対外債権		潜在的エクスポージャー		対外債権(米国の対外債務)		潜在的エクスポージャー	
	2011/9	前期比	2011/9	前期比	2011/9	前期比	2011/9	前期比
世界全体	31,655	218	62,627	184	57,002	587	28,082	3,025
ユーロ圏	7,328	17	19,048	▲99	17,490	▲368	10,847	496
フランス	2,009	▲5	4,363	234	5,704	▲228	4,595	232
ドイツ	2,174	527	4,310	305	5,864	278	4,192	78
スペイン	478	▲161	1,637	▲136	2,162	▲136	913	109
アイルランド	437	▲88	512	▲65	371	▲54	—	—
イタリア	330	▲112	2,751	123	355	▲83	902	42
ギリシャ	60	▲22	420	19	33	▲20	—	—
ポルトガル	50	▲3	499	12	57	▲1	—	—
重債務国計	1,354	▲386	5,819	▲47	2,977	▲293	1,815	151

(注) 1 数値は億ドル。前期比は2011年6月末時点からの変化幅。BIS報告対象銀行のみ。最終リスクベース。
 2 重債務国は網掛け部分の5カ国。
 3 潜在的エクスポージャーは、デリバティブ関連与信、支払承諾勘定残高、コミット済未実行残高の合計。
 (出所) 国際決済銀行 (BIS)。

ト・デフォルト・スワップ (CDS) などの金融派生商品 (デリバティブ) 取引などを通じた潜在的エクスポージャーは大きく、ドイツ、フランスなどを含んだ場合の対外債権の大きさも無視できない。国際決済銀行 (BIS) が公表している国際与信統計により、米金融機関のユーロ圏向け与信をみると、重債務5カ国向け対外債権は1354億ドル (2011年9月末時点) だが、潜在的エクスポージャーは5819億ドルと対外債権の4.3倍の大きさである⁹⁾ (第3表参照)。ドイツ、フランスなど中核国も含むユーロ圏全体でみると、対外債権の規模も7328億ドルに膨らみ、潜在的エクスポージャーは1兆9048億ドルの規模に達する。こうした巨額のユーロ圏向け与信に関連する損失の拡大懸念は、米金融機関の貸し出し抑制につながりう

る。他方で、ユーロ圏の金融機関の米国に対する与信は、対外債権が1兆7490億ドル、潜在的エクスポージャーが1兆847億ドルとなっている。対外債権と潜在的エクスポージャーの構成は異なるが、米国とユーロ圏は相互に2兆6000—8000億ドル規模の与信を持ち合う構造となっている。2011年9月の米国とユーロ圏（ドイツを除く）の与信は、双方向で6月末に比べ減少しており、信用収縮の連鎖の動きはすでに顕在化している。欧州金融機関の米国からの資金回収の影響は、米金融機関の貸し出しにより一定程度は減殺される可能性があるが、代替余力には限界があるため、追加的な信用収縮リスクとして認識しておく必要がある。リーマン・ショックの反省を踏まえ、世界的に自己資本比率規制が強化される方向にあるうえ、欧州債務危機の深刻化による資本不足のリスクを検証するストレス・テストが欧米ともに実施され、市場環境の悪化により自己資本増強が困難な金融機関は、いっそうの資産圧縮のために貸し出しを抑制せざるをえないことも、信用収縮圧力となる。

また、欧州景気減速による貿易縮小の影響も懸念される。米国によるユーロ圏向けの財輸出は、全体の13.8%（2010年）を占める。2011年11月時点のユーロ圏向け財輸出の伸びは前年比プラス（2.4%）を維持しているが、減速傾向が鮮明になっている。ユーロ圏で財政緊縮措置や信用収縮により景気減速が深刻になれば、輸出の伸びはマイナスに転じよう。さらに、世界的な信用リスク回避の動きは、アジアや中南米など新興国からの資金流出を通じて新興国の景気減速をもたらし、米国の輸出環境を一段と悪化させよう。2011年夏場以降、すでに多くの新興国が投資資金流出に伴う通貨安・株安に見舞われており、新興国向け対外債権の7割を保有する欧州金融機関が資金回収に動けば、その影響は小さくない。

経済協力開発機構（OECD）は、最新の経済見通し⁽¹⁰⁾のメインシナリオで2012年の米国の実質GDP成長率を2.0%と予測しているが、欧州債務危機の深刻化だけで成長率を2.1%ポイント押し下げると試算している。さらに米国で過度の緊縮財政が実施された場合には、1.7%ポイントの追加的な景気下押し圧力が発生する結果、米国はマイナス成長（2.0%－3.8%＝▲1.8%）に陥る悲観シナリオをOECDは提示している。

国内経済問題への対処で手一杯のオバマ政権は、欧州債務危機への対処でリーダーシップを発揮することができない。問題国を救済するための欧州金融安定基金（EFSF）の拡充には、国際通貨基金（IMF）の拠出など国際社会の協力が必要となっているが、米国はカンヌでの20カ国・地域首脳会議（G20サミット、2011年11月3—4日）で資金支援を表明しなかった。オバマ大統領は、「欧州へ応分の支援をする準備がある」⁽¹¹⁾と発言しているものの、米議会ではIMFへの追加資金拠出に対する反対論が優勢となっている。米国には財政面での負担に応じる余力がないうえ、大統領選挙を控えて政治的に超党派協力を望める状況にもなく、国際的に政策協調できる分野はFRBと各国中央銀行のドル資金供給などに限定されている。

世界的に信用リスク回避の動きが強まるなかで、これまでのところ米国債は投資資金の受け皿となっている。2011年8月には史上初の米国債格下げ⁽¹²⁾が決定されたにもかかわらず、米国の長期金利が歴史的な低水準を保っているのは、米国の緩慢な成長と欧州・新興国からの投資資金の「質への逃避」によるものだ。しかし、米国自身が巨額の財政赤字を

抱え、長期的な財政赤字削減の道筋をいまだ見出せない状況のなかで、米国債を安全資産とみなす構図が継続するとは限らない。米国の政府債務残高の対GDP比は100%（2011年、IMF見込み）と、ギリシャ（166%）、イタリア（121%）を下回るものの、ユーロ圏平均（89%）を上回っている。恒常的に経常赤字状態が続き（経常赤字の対GDP比3.1%、2011年IMF見込み）、財政赤字のファイナンスを海外資金流入に依存している米国のファンダメンタルズは脆弱である。米国債のさらなる格下げなどをきっかけに、市場の「次のギリシャ探し」の目が米国自身に向けられ、長期金利のボラティリティーが高まることが、当面の米国経済にとって最大のリスクであると言えよう。

*本稿の内容は筆者の個人的見解であり、筆者が所属する組織の公式見解を示すものではない。

- (1) Council of Economic Advisers (CEA), “The Economic Impact of the American Recovery and Reinvestment Act of 2009,” Seventh Quarterly Report, July 1, 2011.
- (2) Ibid.
- (3) Congressional Budget Office (CBO), “Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from July 2011 Through September 2011,” November 2011.
- (4) John B. Taylor, “An Empirical Analysis of the Revival of Fiscal Activism in the 2000s,” *Journal of Economic Literature*, Vol. 49, No. 3, American Economic Association, September 2011.
- (5) 各プログラムの詳細については、西川珠子「米国の金融安定化対策と財政負担——不良資産救済プログラム（TARP）を中心に」（みずほ総合研究所『みずほ米州インサイト』、2009年）、および「米国の金融危機対応の成果と課題——オバマ政権1年間の総決算」（『みずほ米州インサイト』、2010年）を参照。
- (6) 米財務会計基準審議会（FASB）は、金融資産の時価評価基準等を緩和するガイダンスを発表した（2009年4月）。
- (7) Carmen M. Reinhart and Vincent R. Reinhart, “After the Fall,” *Economic Symposium Conference Proceedings*, Federal Reserve Bank of Kansas, August, 2010.
- (8) 米デリバティブ仲介大手のMFグローバルは、南欧の短期国債を大量保有し、2011年10月31日に経営破綻に追い込まれたが、米金融界のなかでも自己資本の約5倍にもあたる欧州国債を保有していた同社は特異な事例とみられている。
- (9) ドイツの重債務国向け対外債権は4557億ドル、潜在的エクスポージャーは1457億ドル、フランスはそれぞれ6196億ドル、1667億ドルとなっており、米国とは逆に潜在的エクスポージャーより対外債権のほうが大きい構成になっている。
- (10) *OECD Economic Outlook*, Volume 2011, Issue 2, 2011 (©OECD).
- (11) 2011年11月29日のファンロンパイEU大統領、バローゾ欧州委員長との会談後の発言（『日本経済新聞』2011年11月29日）。
- (12) 格付け機関S&Pが、米長期国債格付けをAAAからAA+に引き下げ。他機関も格下げ方向で見直し中。

にしかわ・たまこ みずほ総合研究所政策調査部主任研究員
[http://www.mizuho-ri.co.jp/
tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp](http://www.mizuho-ri.co.jp/tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp)