

# SCB

SHINKIN  
CENTRAL  
BANK

内外経済・金融動向（月刊）

No. 20 - 10

（2009.2.4）



信金中央金庫

SCB

総合研究所

〒103-0028 東京都中央区八重洲 1-3-7

TEL. 03-5202-7671 FAX. 03-3278-7048

URL <http://www.scbri.jp>

## 米国経済の中期展望

～家計の過剰債務調整の長期化で、景気底入れ後も回復テンポは緩慢～

### 視点

住宅バブルの崩壊をきっかけとした金融危機が、米国の実体経済に深刻な影響を及ぼしている。金融安定化法の下で、公的資金による金融機関への資本注入が実施されているものの、信用収縮には歯止めがかからず、貸し渋りによる景気の一段の悪化によって金融機関の損失がさらに膨らむ悪循環に陥っている。米国の状況は、土地バブルの崩壊で90年代後半に金融危機に見舞われた日本と同じ構図であり、今後は過剰債務の調整によって景気の低迷が長期化することが懸念されている。もっとも、過剰債務のセクター別の状況や経済構造など、日米で異なる点も少なくない。内需の自律回復力が脆弱な日本経済にとっても、米国経済の先行きが最大の注目点であり、米国経済の中期的な動向を展望することは重要である。本稿では、日本の90年代後半以降の状況との比較を交えて、米国経済の現状と課題を分析する。

### 要旨

- 08年10～12月の経済活動は歴史的な悪化を示したが、これは、今回の金融危機が市場型で連鎖のスピードが速く、グローバルな信用収縮にも発展したことが背景にある。
- 不動産バブルの崩壊後に残るのが過剰債務問題であり、90年代後半以降の日本経済も過剰債務の調整に苦しめられた。ただ、米国の場合、過剰債務を抱えたセクターは住宅ブームの過熱を主導した家計であり、企業部門の財務状態は当時の日本とは異なり健全である。
- 日米の金融危機は不動産バブルの崩壊をきっかけとした点で類似しているが、米国の人口動態や物価情勢、財政事情など経済基盤は当時の日本と比べて優位であると考えられる。
- 金融危機の震源となった住宅価格の下落が続いている。ただ、価格調整は着実に進捗しており、現状の下落ペースが続けば09年8月頃に適正水準に達すると試算される。
- 企業の過剰債務は、大規模な資産売却やリストラで削減を加速するといった選択肢があるが、家計の過剰債務の調整は消費を控え、時間をかけて削減していく以外に方法はない。過剰債務が家計に集中している米国の場合、その調整期間が長期化する恐れがある。
- 金融危機による実体経済の悪化に対して、事実上の量的緩和、大規模な財政政策が打ち出されているが、これを前提にしても家計の過剰債務調整が続くため、当面は従来の回復力を取り戻すことは難しい。今後5年間の年平均実質成長率は1.4%にとどまると予測した。

### キーワード

金融危機、サブプライムローン、住宅バブル、過剰債務問題、逆資産効果

**目次**

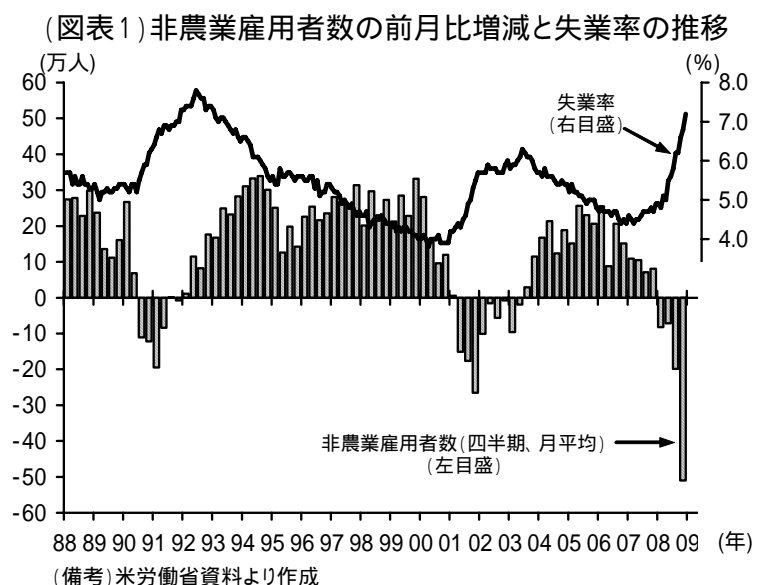
1. 金融危機の波及で実体経済は急速に悪化
  - (1) 非農業雇用者数は08年9月から減少が加速
  - (2) 雇用情勢の悪化と信用収縮で個人消費は大幅減
  - (3) 企業部門も落込みが鮮明
  - (4) 金融危機の広がりや速さは90年代後半の日本の金融危機を上回る
2. 不動産バブルの崩壊と金融危機後の懸念は過剰債務問題
  - (1) 住宅ブーム過熱の背景はサブプライムローンと低金利
  - (2) 米国家計の過剰債務は日本のバブル時を上回る
  - (3) 米国企業の債務残高は健全な水準を維持
  - (4) 人口動態など経済基盤は当時の日本に比べて優位
3. 家計部門の過剰債務問題は景気回復に向けた最大のハードル
  - (1) 住宅価格の下落が続く
  - (2) 住宅価格の底入れは09年後半と試算
  - (3) 家計の過剰住宅ローン残高は可処分所得の35%
  - (4) 住宅バブルの崩壊で逆資産効果が顕在化
  - (5) 過剰債務の調整圧力は強く、中期的な個人消費の回復力は鈍い
4. 過剰債務の調整長期化で、景気底入れ後も回復テンポは緩やか
  - (1) 09年の住宅市場は底入れを探る展開
  - (2) 健全なバランスシートを武器に企業部門が回復のけん引役に
  - (3) 金融・財政による景気刺激策が景気の落込みを緩和
  - (4) 今後5年間の年平均実質成長率は1.4%にとどまると予測

**1. 金融危機の波及で実体経済は急速に悪化**

**(1) 非農業雇用者数は08年9月から減少が加速**

米国経済は07年12月をピークに景気後退局面に入っているが、金融危機が深刻化した08年9月以降は、景気の落込みで拍車がかかっている。

月次統計のなかでも注目度の高い雇用統計は、足元で大幅な悪化を示している。非農業雇用者数は08年1月から前月比マイナスに転じたが、夏頃までは通常の景気後退期並みの前月比10~20万人程度の減少で推移していた(図表1)。しかし、金融



金融危機が拡大した08年9月以降は減少幅が急拡大した。11月には、前月比58.4万人減

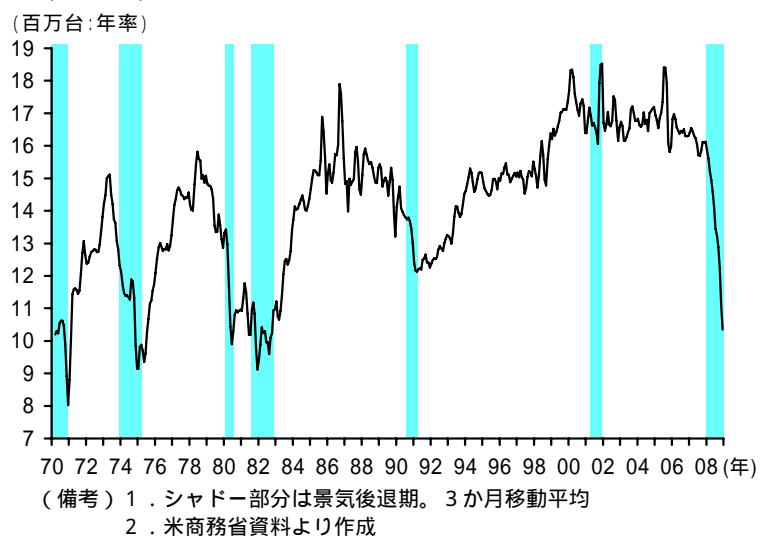
と単月の減少数では74年12月(60.2万人減)以来の大幅な減少となり、12月も52.4万人減と大幅な減少が続いている。四半期ベースでみると、08年10~12月の月平均増減数は、51.0万人減と終戦直後の45年7~9月以来の減少幅を記録した。また、08年12月の失業率は7.2%と93年1月以来の高い水準となった。

## (2) 雇用情勢の悪化と信用収縮で個人消費は大幅減

雇用情勢の急速な悪化に加え、金融危機に伴う株価急落、貸し渋りの深刻化などで個人消費も大きく落ち込んでいる。年末商戦では、小売各社が大幅な値引き販売などを実施したものの、家計の消費抑制傾向は一段と強まり、08年12月の小売売上高は、前月比2.7%減と6か月連続で前月の水準を下回った。

特に、金融危機に伴う信用収縮が個人消費を一段と押し下げる構図が鮮明となっており、自動車ローンの借入れ難などから、自動車販売は大きく落ち込んでいる。月次ベースの自動車販売は、07年頃まで年率1,600万台程度で推移していたが、ガソリン価格が高騰した08年前半には年率1,400万台を割り込んだ。さらに、金融危機が拡大した秋以降は一段と減少し、08年11月は1,019万台、12月は1,031万台と82年頃の水準に落ち込んだ(図表2)。

(図表2) 米国の自動車販売台数の推移



今回の景気後退と金融危機の震源である住宅市場の悪化にも歯止めがかからない。08年12月の住宅着工件数は、前月比15.5%減の年率55.0万件と1959年の調査開始以来の最低を更新し、08年合計では90.4万件と年間では初めて100万件の大台を割り込んだ。

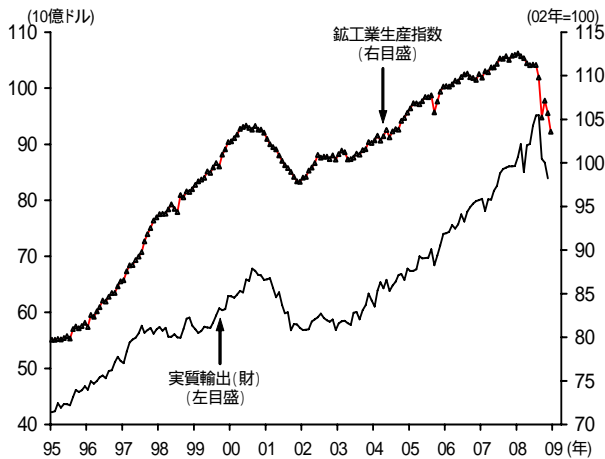
## (3) 企業部門も落込みが鮮明

生産活動も本格的な調整局面に入っている。08年12月の鉱工業生産は前月比2.0%減と2か月連続のマイナス、前年比で7.8%減と大きく落ち込んでいる。自動車販売の不振が影響していることに加え、底堅く推移してきた輸出も世界景気の悪化でピークアウトしているためである。実質輸出(財)は、08年8月をピークに減少傾向に転じ、08年11月は前月比3.3%減と3か月連続でマイナスとなった(図表3)。

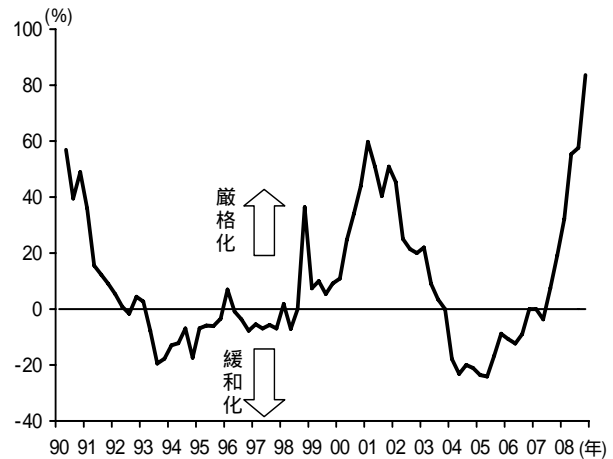
こうした需要面での大幅な落込みに加え、金融危機の深刻化が企業の投資行動に波及している。金融機関の貸し渋りや資本市場からの資金調達難などで企業の資金繰りに悪影響が出ており、設備投資を抑制する動きが広がっている。設備投資の先行指標であるコア資本財受注をみると、08年11月に前月比1.7%増と4か月ぶりに増加したが、12

月は再び2.8%減と落ち込み、08年10～12月は前期比9.4%減と現行基準で最大のマイナスとなった。Fed（連邦準備制度）は企業の資金繰りの支援策として、CP（商業紙）の買取り制度を創設したが、金融機関は貸出基準を一段と厳格化しており、企業の資金繰りはなお厳しい状態が続いている（図表4）。

（図表3）実質輸出と鉱工業生産



（図表4）米銀の貸出基準判断



#### （4）金融危機の広がりや速さは90年代後半の日本の金融危機を上回る

08年10～12月の経済指標は相次いで過去最大の悪化を示すなど、住宅バブルの崩壊をきっかけとした金融危機の拡大が景気後退をより深刻化させている。これは、土地バブルの崩壊から始まった資産デフレで、金融機関の破綻が相次いだ90年代後半の日本の金融危機と同じ構図である。もっとも、今回の金融危機は、サブプライムローンという信用力の低い個人向け住宅ローンを組み込んだ証券化商品を世界中の金融機関が保有していた結果、同ローンの焦付きに伴う損失が世界各国に広がり、グローバルな信用収縮が世界同時不況に発展するなど規模が大きかった。資産デフレと不良債権問題が国内の金融機関に集中していた日本の金融危機に比べると、世界不況で外需や海外の資本にも依存できないといった点で、今回の金融危機による米国経済への悪影響はより深刻といえる。

また、今回は証券化商品の市場価格の急落という形で表面化した市場型であったため、危機の広がるスピードが極めて速かったという特徴がある。日本の場合、97年11月の三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の破綻を起点にすると、日本長期信用銀行など大手行が破綻（98年10月）するまでに約1年、大手行に本格的な資本注入が実施（99年3月）されるまで約1年半を要した。大手生命保険会社である千代田生命が更生特例法を申請（00年10月）したのは約3年後にあたる（図表5）。

一方、米国では08年3月のベアー・スターンズの実質破綻（JPモルガン銀行による救済的な買収）を起点にしても、同年9月のリーマン・ブラザーズ破綻、米保険最大手AIGの救済、S&L最大手のワシントン・ミューチュアル破綻と続き、10月には金融安定化法が成立（同月末から資本注入開始）、11月には米銀大手シティの救済と約8

か月の間に大手金融機関の破綻と救済、公的資金の投入が集中している。リーマン・ブラザーズの破綻を基点とすれば、金融危機はほぼ2か月間に凝縮されている。こうした金融危機の広がりの速さが、歴史的な株価急落や実体経済の急激な悪化に波及したと考えられる。

(図表5) 日米の金融危機における主な金融機関の破綻と対応策

| 日本  |                |  | 米国  |  |   |
|-----|----------------|--|-----|--|---|
| 92年 |                | 地価が下落に転じる。<br>不良債権が増加                          | 06年 | 12月  | 住宅価格が下落に転じる。<br>サブプライム中心の中堅住宅ローン会社「オウ<br>ンサイト・モーゲージ・ソリューション」が新規の融<br>資業務を停止 |
| 94年 | 12月            | 東京協和、安全信組が破綻                                   | 07年 | 2月   | バーナンキFRB議長、「サブプライム住宅ロー<br>ン市場の健全性に懸念がある」と発言                                 |
| 95年 | 8月             | 兵庫銀行、木津信組が破綻                                   |     | 6月   | 米証券大手ベアー・スターンズ傘下のヘッジフ<br>ォンドがサブプライムに絡む運用に失敗                                 |
| 96年 | 6月             | 住専処理に公的資金を投入(住専法制定)                            |     | 8月   | BNPパリバ、傘下の3つのファンドを凍結<br>ゴールドマン・サックス傘下のヘッジファンド2社<br>が多額の損失を計上                |
| 97年 | 11月            | 三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券が破綻                           | 08年 | 3月   | ベアー・スターンズ実質破綻<br>(JPモルガンが買収)  |
| 98年 | 2月             | 預金保護と資本注入に公的資金枠(30兆円)                          |     | 7月   | 連邦住宅抵当公社(ファニーメイ)、連邦住宅貸<br>付抵当公社(フレディマック)の経営危機                               |
|     | 3月             | 21行に1.8兆円の資本注入(金融安定化法)                         |     | 9月   | 米住宅公社2社を政府管理下に置くこと発表<br>米証券大手リーマン・ブラザーズ破綻                                   |
|     | 10月            | 公的資金枠を60兆円に増額(早期健全化法)                          |     |  | バンク・オブ・アメリカがメリルリンチを救済合併<br>米保険最大手AIGの救済策を発表                                 |
|     | 10月            | 長銀が破綻(特別公的管理)                                  |     | 10月  | S&L最大手、ワシントン・ミュージアムが破綻<br>金融安定化法(最大7000億ドルの公的資金に<br>よる不良債権の買収など)成立          |
| 12月 | 日債銀が破綻(特別公的管理) | 金融安定化法に基づく7000億ドルの公的資金<br>のうち最大2500億ドルの資本注入を決定 |     |  |   |
| 99年 | 3月             | 15行に7.5兆円の資本注入(早期健全化法)                         | 11月 | 公的資金による米銀大手シティの救済策を発表<br>FRB、住宅ローン市場、消費者ローン市場への<br>資金供給に最大8000億ドルの資金枠を設定 |   |
|     | 8月             | 一勤・富士・興銀が統合を発表                                 |     | 12月  | FFレートの誘導目標を0~0.25%へ引き下げ<br>(事実上のゼロ金利政策)                                     |
|     | 10月            | 住友・さくらが合併を発表                                   |     |  |   |
| 00年 | 10月            | 千代田生命が更生特例法を申請                                 |     |  |   |
| 01年 | 3月             | 日銀、量的緩和政策を導入                                   |     |  |   |
| 02年 | 9月             | 日銀、銀行保有株の買取を決定                                 |     |  |   |
| 03年 | 5月             | 繰延べ税金資産の査定厳格化<br>りそなHD実質国有化                    |     |  |   |

(備考) 新聞報道などより作成

## 2. 不動産バブルの崩壊と金融危機後の懸念は過剰債務問題

### (1) 住宅ブーム過熱の背景はサブプライムローンと低金利

日米の金融危機は、広がりの大きさや速さといった点に違いがあるものの、資産バブルの崩壊が大手金融機関の相次ぐ破綻をもたらし、その影響による貸し渋りや借り手側のバランスシート調整といった形で実体経済に負の影響を及ぼす点には変わりはない。特に、不動産バブルの崩壊後に残る過剰債務は容易に解消できる問題ではなく、金融危機後の日本経済は、いわゆる「3つの過剰」の調整によって04~05年頃まで下押し圧力の強い状況が続いた。米国経済も、過剰債務の調整過程で経済活動が制約され、景気下押し圧力が長期間にわたって続く可能性が指摘されている。

そこで、米国の家計と企業の債務の状態を、金融危機に見舞われた当時の日本と比較しながら確認しておきたい。

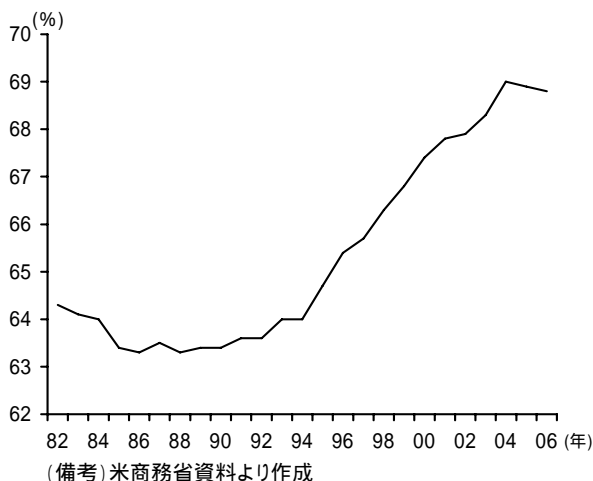
一般に、不動産の取得には資金の大部分を借入金で調達する必要があり、高いレバレ

ッジをかけた投資ということになる。このため、不動産バブルが発生する過程では、投資主体の債務残高が急拡大していく。日本で発生した土地バブルは、「地価は必ず上がる」といわれた土地神話を背景に、金融機関が土地を担保にして過剰な融資を実行したことが背景にある。家計も企業も借入れを増やしていったが、とりわけ、企業の資金調達意欲が高く、調達した資金は過剰な設備投資や投機的な不動産取得に投じられた。しかし、その後の地価下落で、レバレッジを高めた不動産投資は行き詰まり、企業には過剰債務、金融機関には不良債権が積み上がった。

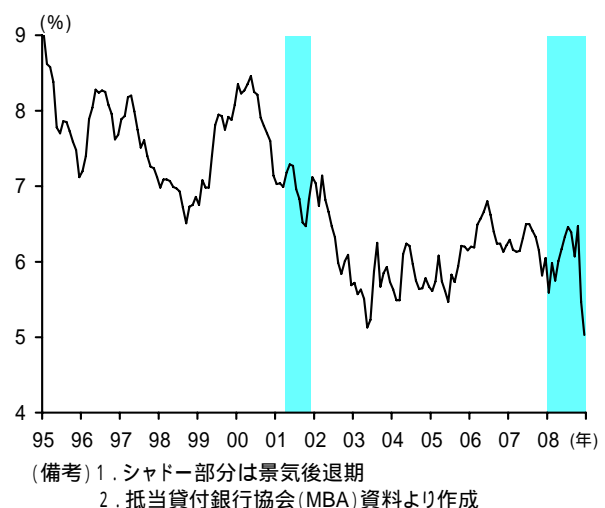
一方、米国の不動産バブルは、主に家計の住宅取得熱の高まりによって発生した。例えば、米国の持家比率（全世帯数に占める持家世帯の比率）をみると、80年代から90年代半ば頃まで64%前後で安定していたが、その後は住宅取得ブームを映した形で大きく上昇した（図表6）。90年代後半は米国経済の生産性上昇とともに実質賃金が上昇するなど、米国経済の繁栄を享受する形で持家比率が上昇したとの説明もできるが、2000年代の上昇は住宅取得ブームの過熱によるものであったと考えられる。経済的に住宅取得が困難な低所得層までもが住宅購入に踏み切ったということである。

こうした住宅取得ブームの広がりを可能にしたのが、サブプライムローンといわれる低所得者向けの住宅融資である。サブプライムローンは、他の優良な住宅ローンなどとともにまとめて証券化されることで、リスクが分散される仕組みであったうえ、住宅価格の持続的な上昇によってデフォルトが発生しても債権の回収が容易に行えたため、住宅ローン会社による積極的な融資が実行された。ITブーム後の景気後退が終わった01年11月（景気の底）以降も金融緩和が続き、住宅ローン金利が低下傾向で推移したことも住宅ブームを後押しした（図表7）。また、一部の高収入世帯では、値上がりを目的とした投機的な住宅取得も行われた。

（図表6）米国家計の持家比率



（図表7）住宅ローン金利(30年固定)



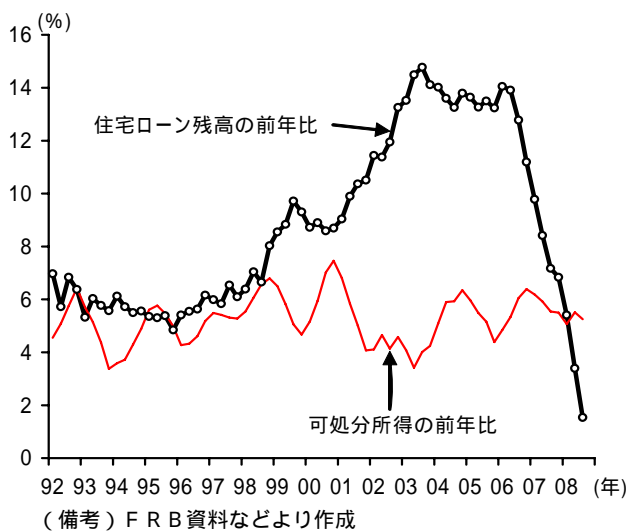
## （2）米国家計の過剰債務は日本のバブル時を上回る

住宅取得の拡大に伴って、住宅ローン残高も増大していった。住宅ローン残高の前年比増加率をみると、90年代は可処分所得とほぼ同じペースで推移していたが、00年代に入ると、可処分所得の伸びを大幅に上回るようになった。01年9月末から06年12月

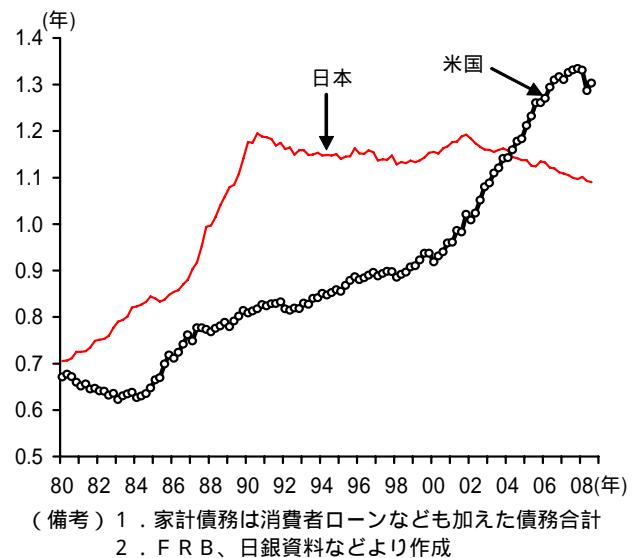
までは前年比2ケタの増加が続き、07年3月末の残高は10兆ドルを上回った(図表8)。

消費者ローンなどを含めた家計債務残高の可処分所得倍率は、2000年から07年末までの8年間、急激な上昇を示した(図表9)。80年代後半に土地バブルに沸いた日本でも、家計債務残高の可処分所得比は上昇したが、急激な上昇は86年から90年央までの約4年半と米国に比べて短かった。この間の上昇幅は、日本の0.35年(85年末~90年9月末)に対し、米国は0.40年(99年末~07年末)と大きい。また、債務残高の可処分所得倍率のピークは、米国が1.34年(07年末)と日本の1.19年(90年9月末)を大きく上回る水準へ上昇した。足元では借入れの抑制で1.30年(08年9月末)と上昇が止まっているが、過去の水準やバブル時の日本との比較からみて、米国の家計は明らかに過剰債務の状態にある。

(図表8)住宅ローン残高と可処分所得の前年比



(図表9)日米の家計債務残高の可処分所得倍率



### (3) 米国企業の債務残高は健全な水準を維持

住宅ブームの過熱を背景に、米国の家計は巨額な過剰債務を抱えてしまったが、企業部門の債務はなお健全な水準にある。日本の土地バブルは、不動産開発会社、建設会社、住宅メーカー、小売業や商社、さらに一部のメーカーなど多くの企業がレバレッジを高め、土地開発や不動産への投資を増やしたことに原因があり、その後のバブル崩壊で企業部門は過剰債務問題に苦しめられた。

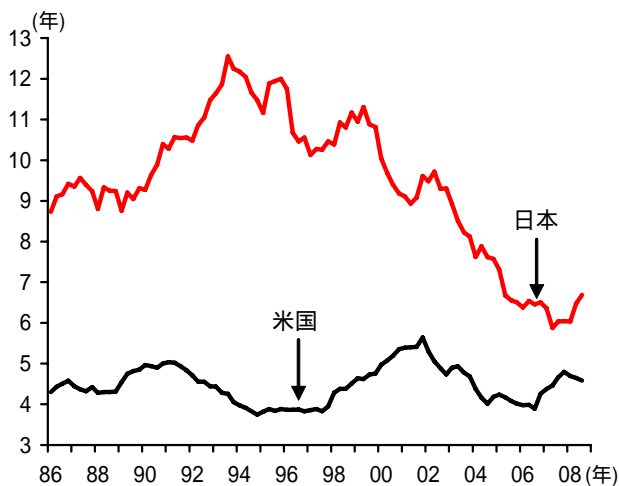
日本企業は80年代後半から90年代前半にかけて借入れを増やした。80年代後半こそ収益の急拡大で、有利子負債キャッシュフロー倍率に大きな変化はみられなかったが、収益の伸びが鈍化した90年代前半には大きく上昇し、有利子負債残高は93年9月末にキャッシュフローの12.5年分に達した(図表10)。90年代半ば頃から企業は過剰債務の調整に取り組んだが、本格的な調整は、金融危機によって金融機関による抜本的な不良債権処理が避けられなくなった90年代後半以降へズレ込んだ。企業は設備投資の抑制と人員削減などのリストラ、保有資産の大規模売却などで返済資金を捻出する必要に迫られた。企業の過剰債務の調整は経済全体を大きく下押しし、日本経済は厳しいデフ

レに見舞われた。

一方、米国企業の有利子負債キャッシュフロー倍率は、07年にやや上昇したものの、その水準はピークとなった01年末の5.6年を上回るには至らなかった。住宅バブルが盛り上がった00年代前半はむしろ低下傾向で推移した。直近の08年9月末でも4.6年と過去の平均的なレベルにある。

有利子負債の金額も適正な水準にあると考えられる。米国企業のバランスシートをみると、08年9月末の有利子負債残高は7.0兆ドルと過去最高ではあるが、企業規模の拡大に伴う適切な増加である。簿価ベースの負債比率（資産価格上昇の影響を除去した簿価ベースの純資産に対する債務残高の比率）は、2000年頃から70%を下回る水準で安定している（図表11）。事業の拡大の範囲内で借入金を積み増してきただけということである。バブル期の日本企業のように、資産価格の上昇分を担保にしてレバレッジを高めるような動きはみられなかった。

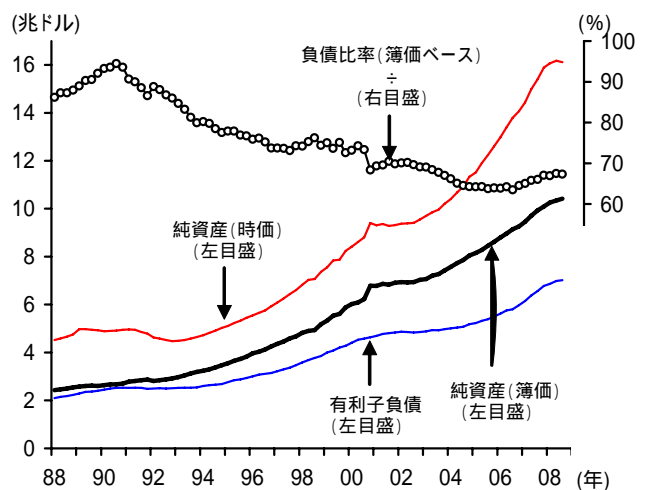
(図表10) 日米企業の有利子負債  
キャッシュフロー倍率



(備考) 1. 有利子負債キャッシュフロー倍率 =  
有利子負債残高 ÷ キャッシュフロー (年率)  
2. キャッシュフローは、税引き後利益(米国)、経常利益 × 0.5(日本)に減価償却費を加えた金額  
3. FRB、財務省「法人企業統計季報」などより作成

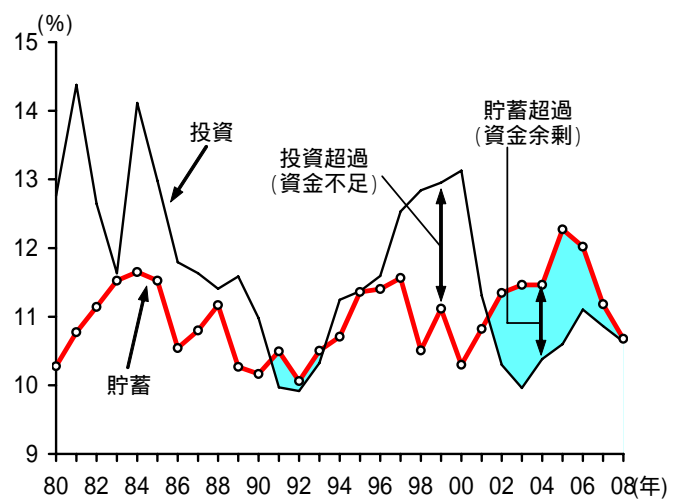
貯蓄・投資バランスからみても、米国の企業部門が健全な財務戦略を続けてきた姿がみてとれる（図表12）。米国企業は、90年代後半からITブームが過熱した2000年頃にかけて、外部から資金を調達し、キャッシュフローを上回る高水準の設備投資を実施した。しかし、ITバブル後の景気後退を経て、企業は財務体質の健全化に着手した。02年以降の景気回復局面では企業収益は大幅に回復した

(図表11) 米国企業部門の有利子負債残高と負債比率



(備考) 1. 企業部門は非農業・非金融法人  
2. FRB資料より作成

(図表12) 企業部門の貯蓄・投資のGDP比



(備考) 1. 貯蓄は固定資本減耗を含めたSNAベースの総貯蓄  
2. FRB資料などより作成



が、企業の投資はキャッシュフローの範囲内に抑制された。企業部門の貯蓄・投資バランスは、02年以降、大幅な貯蓄超過状態が続いた。91～93年にも貯蓄超過となっているが、この時期は景気の後退局面から回復初期にあたる。本格的な景気回復局面で企業部門が大幅な貯蓄超過となったのは初めてのことであり、この間、企業はキャッシュフローを手元資金の積増しや借入金の返済などに振り向け、財務体質の強化を進めたと考えられる。企業部門の財務の健全性は、今後予想される家計部門の過剰債務の調整による景気下押し圧力を和らげる要因であり、日本のバブル崩壊後と大きく異なる点でもある。

#### (4) 人口動態など経済基盤は当時の日本に比べて優位

日米の金融危機は、不動産バブルの崩壊をきっかけに大手金融機関の破綻が相次ぎ、過剰債務問題が当面の景気を下押しするといった点で類似性がみられるが、前述したように家計と企業に分けてみると過剰債務問題の状況はやや異なる。また、そのほかにも異なる点がある。

日本は金融危機後に厳しいデフレに見舞われた。デフレは過剰債務を抱えた企業の実質債務負担を増加させ、設備投資の抑制や資産売却によってデフレ圧力が一段と強まる悪循環に陥った。いわゆるデフレスパイラルである。もっとも、日本経済は90年前半のバブル崩壊以降の需要低迷で、金融危機に見舞われる前からデフレの危機にあった。

(図表 13) 金融危機前後における経済・金融情勢の日米比較

(単位: %)

|                     | 日本                |       |       | 米国    |                     |      |       |       |
|---------------------|-------------------|-------|-------|-------|---------------------|------|-------|-------|
|                     | 96年度              | 97年度  | 98年度  | 06年   | 07年                 | 08年  |       |       |
| 実質成長率               | 前年度比              | 2.9   | -0.0  | -1.5  | 前年比                 | 2.8  | 2.0   | 1.3   |
|                     | 最終四半期の前年比         | 3.9   | -2.6  | -0.3  | 最終四半期の前年比           | 2.4  | 2.3   | -0.2  |
| 名目成長率               | 前年度比              | 2.4   | 1.0   | -1.9  | 前年比                 | 6.1  | 4.8   | 3.4   |
| GDPデフレーター           | 前年度比              | -0.5  | 1)1.0 | -0.5  | 前年比                 | 3.2  | 2.7   | 2.2   |
| 消費者物価上昇率            | 食料・エネルギーを除く       | 0.5   | 1)2.0 | 0.2   | 食料・エネルギーを除く         | 2.5  | 2.3   | 2.3   |
| 地価(ピーク比)            | 2)公示地価(91年比)      | -23.2 | -24.8 | -26.2 | FHFA住宅価格指数(年末ピーク比)  | 3)上昇 | -2.5  | -10.5 |
| 住宅価格(ピーク比)          | 首都圏マンション坪単価(90年比) | -34.2 | -32.8 | -36.4 | ケースラー住宅価格4)(年末ピーク比) | -1.7 | -11.3 | -26.6 |
| 株価変動率               | 日経平均株価(前年度末比)     | -15.9 | -8.2  | -4.2  | NYダウ平均株価(前年度末比)     | 16.3 | 6.4   | -33.8 |
|                     | 5)(ピーク比)          | -53.7 | -57.5 | -59.3 | 5)(ピーク比)            | -    | -6.4  | -38.0 |
| 家計の金融資産に占める株式・投信の比率 | 年度末               | 8.5   | 8.9   | 9.2   | 6)年末                | 48.0 | 47.6  | 45.6  |
| 財政収支のGDP比           | 7)暦年(OECD)        | -6.9  | -5.8  | -7.2  | 7)暦年(OECD)          | -3.7 | -4.3  | -6.7  |
| 政府債務残高のGDP比         | 暦年(OECD)          | 94.0  | 100.5 | 113.2 | 暦年(OECD)            | 61.7 | 62.9  | 73.2  |
| 人口増加率               | 10月               | 0.2   | 0.2   | 0.3   | 7月                  | 1.0  | 1.0   | 0.9   |
| 8)生産年齢人口増加率         | 10月               | -0.1  | -0.1  | -0.1  | 7月                  | 1.2  | 1.0   | 0.8   |

(備考) 1. 97年度は消費税率引上げ(3.5%)の影響を含む。

2. 日本の地価は公示地価(全国住宅地)の91年からの累積変化率

3. FHFAのピークは07年4月、08年末は11月の指数で算出

4. ケースラー住宅価格(10都市)のピークは06年6月、08年末は11月の指数で算出

5. 日経平均のピークは89年12月末、NYダウのピークは07年10月末とした。

6. 08年の米国の比率は9月末

7. 財政収支は社会保障基金を除く一般政府

8. 生産年齢人口は15～64歳人口

9. 米商務省など日米の各種統計より作成

国内需給の影響を反映する食料・エネルギーを除く消費者物価の前年比上昇率は、94年度以降1%を下回る小幅な上昇となり、96年度は0.5%、97年度は消費税率が2%引き上げられた影響で2.0%となったが、98年度には0.2%まで鈍化した。

一方、米国の消費者物価(食料・エネルギーを除く)は、03年(1.5%)と04年(1.8%)に1%台の上昇へ鈍化した。05年以降は再び2%台の上昇を続けた。足元では、厳しい景気の後退で、自動車などの耐久財を中心に値下げ圧力が強まっているが、08年12月は前年比1.8%の上昇となった。今後、一段とデフレ圧力が強まる可能性もあるが、当時の日本ほど危機的な状況に追い込まれているわけではない。

金融危機に対して、米国政府は財政面からの景気対策を打ち出しており、財政収支は大きく悪化している。この点は当時の日本と同じ状況といえる。OECDによると、米国の財政収支(社会保障基金を除く一般政府)のGDP比は、08年時点で6.9%の赤字と当時の日本並みに悪化している。ただ、債務残高のGDP比は、当時の日本が100%超だったのに対し、米国は08年で73.2%にとどまっている。日本とは異なり、経常赤字国である米国は国内の貯蓄で財政赤字をファイナンスできないといったマイナス面があるが、一方で基軸通貨国といった強みもある。米国の財政状況は、当時の日本に比べるとやや余裕があると考えられる。

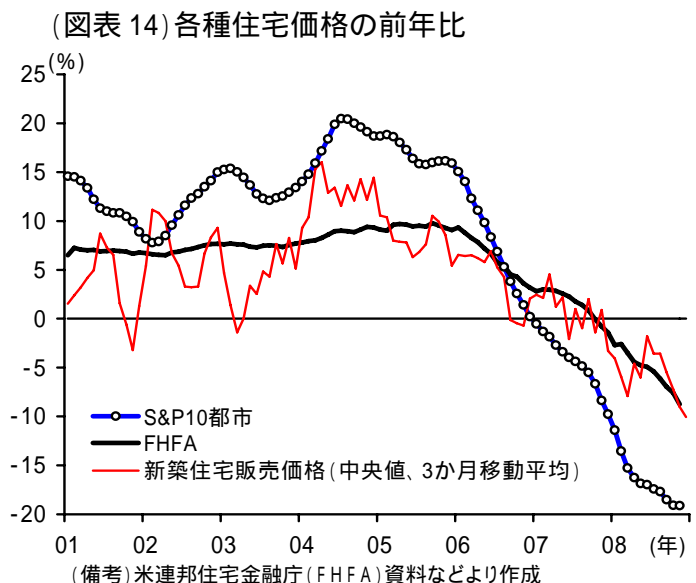
経済活動のベースである人口動態も日米で大きく異なる。90年代後半の日本は、小規模ながら人口の増加が続いていたものの、経済活動の中心を担う生産年齢人口(15~64歳人口)は、95年をピークに減少に転じていた。生産年齢人口の減少は、耐久財や住宅などの需要減となり、構造調整に伴う日本経済をより下押しした可能性がある。一方、米国は総人口、生産年齢人口とも1%程度の増加を続けている。特に、生産年齢人口の増加は、労働供給と需要を着実に拡大させる要因であり、構造調整が続く米国経済を下支えする重要な要素になると考えられる。

### 3. 家計部門の過剰債務問題は景気回復に向けた最大のハードル

#### (1) 住宅価格の下落が続く

金融危機後の懸念材料は、家計の過剰債務問題であると考えられるが、その問題が解消に向かうためには、まず住宅価格の下落に歯止めがかかる必要がある。住宅価格の値下がりが続けば、家計部門のバランスシートが一段と悪化するだけでなく、金融機関には追加損失が発生し、その結果、信用収縮によるデフレ圧力がさらに強まる恐れもある。

代表的な住宅価格指数であるS&Pケースシラー住宅価格指数(10都市)は、06年6月をピークに下落に



転じた。04 年半ばに前年比で 20%を超える上昇率を記録した後、徐々に上昇ペースが鈍化し、07 年 1 月には前年比マイナスとなった(図表 14)。直近の 08 年 11 月には 19.1%の下落とマイナス幅の拡大傾向が続いている。ニューヨークやロサンゼルスといった住宅価格が高騰・急落した地域の影響が大きいとはいえ、他の住宅価格指数もほぼ同様な動きを示している。S & P ケースシラーに比べ対象地域が広い F H F A (連邦住宅金融庁)住宅価格指数の前年比は、07 年 10 月にマイナスに転じ、08 年 11 月は 8.7%の下落とマイナス幅の拡大が続いている。

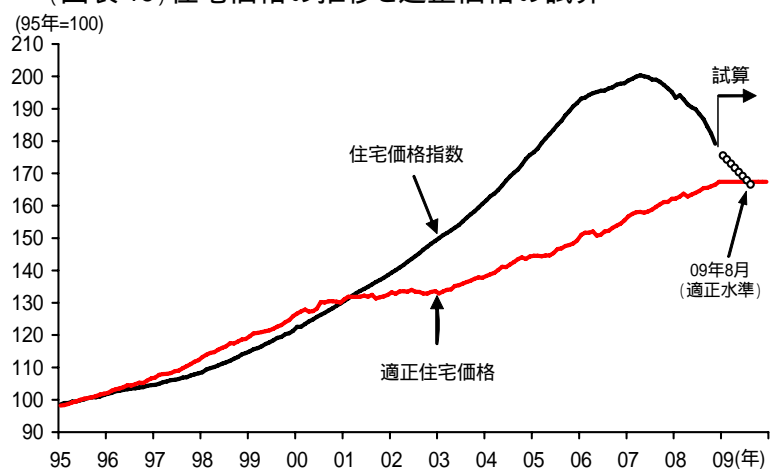
## (2) 住宅価格の底入れは 09 年後半と試算

住宅価格指数のピークから 08 年 11 月までの下落率(前掲図表 13)は、S & P ケースシラー(10 都市)が 26.6%、F H F A 住宅指数は 10.5%と価格調整が進んでいるものの、なお、適正水準を上回っていると考えられる。そこで、米国全体の住宅価格を把握するうえで適当と考えられる F H F A の住宅価格指数について適正水準を求め、その水準へ調整が進む時期を試算してみた。

住宅価格の上昇は、物価や賃金の動きに応じた範囲であれば、適正と考えられる。実際、90 年代の住宅価格指数の上昇は、年収(1 人当たり雇用者所得)の上昇と同程度であった。新築住宅販売の中間価格も、90 年代は年収(1 人当たり雇用者所得)の 5 倍前後で安定しており、90 年代の住宅価格は適正水準にあったと考えられる。この状況を踏まえ、持家比率(前掲図表 6)も安定していた 95 年を基準として、そこからの年収倍率が一定に維持される水準、すなわち年収の伸びを住宅価格の適正上昇率と仮定した。

この方法で算出した適正住宅価格に対する実際の住宅価格の乖離率をみると、06 年 6 月には適正価格を 29.5%上回る水準まで上昇した(図表 15)。その後、07 年 4 月をピークに住宅価格が下落に転じたため、乖離率は縮小傾向にあるが、08 年 11 月時点の価格は適正値を 7.6%上回っている。ただ、適正価格までの調整はすでに 3 分の 2 程度まで進捗している。今後、過去 1 年半と同じペース(月平均 0.6%の下落)で住宅価格の下落が続けば、年収が横ばいで推移すると仮定した場合、09 年 8 月には適正価格まで調整が進む計算になる。現状の価格レベルからさらに 7%程度下落幅は小さくないが、住宅価格の底入れが視野に入ってくれば、物件の流動性が高まるなど住宅取引が持ち直す可能性があり、金融機関の不良債権の拡大にも歯止めがかかると考えられる。

(図表 15) 住宅価格の推移と適正価格の試算



- (備考) 1. 住宅価格の上昇率や年収倍率、持家比率が安定していた 95 年を 100 とした。  
 2. 95 年を基準に年収倍率が一定となる水準を適正住宅価格とした。  
 3. 先行きは、住宅価格が過去 1 年半の下落ペース、適正住宅価格は横ばいと仮定した。  
 4. 米連邦住宅金融庁(FHFA)、商務省資料などより作成

### (3) 家計の過剰住宅ローン残高は可処分所得の35%

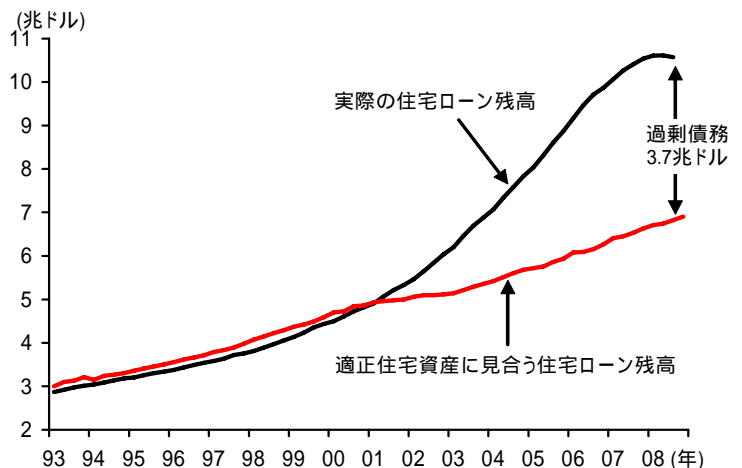
住宅価格は適正水準に向けて調整が進んでいるものの、家計の住宅ローン残高は高止まりしている。特に、ホーム・エクイティ・ローン<sup>1</sup>などの利用で住宅の時価上昇にあわせて債務を増やしてきた結果、99年末に4.4兆ドルだった住宅ローン残高は、07年3月末に10兆ドルを突破した。住宅市場の調整に伴って住宅ローン残高は、08年4～6月からネット（借入れ - 返済）でみて返済超に転じているが、08年9月末時点でも10.57兆ドルと高い水準にある。

ちなみに、所得や人口、持家率などから住宅資産の適正水準を算出し、適正住宅資産に見合うローン残高を住宅ローンの適正值とした場合、足元の住宅ローン残高は3.7兆ドルの過剰と試算<sup>2</sup>される(図表16)。過剰住宅ローン残高は、足元の可処分所得の35.1%に相当する額である。

もっとも、家計の過剰債務の圧縮は簡単には進まない。住宅ローンは数十年かけて返済する長期契約であり、住宅価格の下落に応じて過剰債務を圧縮するわけではない。家計は、消費者ローンやホーム・エクイティ・ローンなどの新規の借入れを抑制するとともに、長期の契約に従って返済を続け、時間をかけて住宅ローン残高の圧縮を進めていくことになる。

なお、米国の住宅ローンはノンリコースローン<sup>3</sup>であり、住宅価格に対して債務残高が超過すれば借り手は債務不履行を選択し、結果として家計全体の債務残高が減少することも考えられる。住宅価格の下落が続けば、債務不履行の拡大によって債務残高の減少が加速する可能性もある。

(図表16) 住宅ローン残高と過剰債務の試算



(備考) 1. 試算の方法は脚注2のとおり。  
 2. 過剰債務の試算は住宅ローンに限定した。  
 3. FRB資料などより試算

### (4) 住宅バブルの崩壊で逆資産効果が顕在化

ホーム・エクイティ・ローンなどによる資金調達は、2000年代の個人消費を押し上げる要因になった。同ローンの借入れ（ネット）は、02年頃から増勢が加速し、04年後半には年率で2,200億ドル、可処分所得の2.6%へ拡大した(図表17)。その後も06年

<sup>1</sup> ホーム・エクイティ・ローンとは、不動産の時価から住宅ローンを差し引いた住宅の純資産(Home Equity)を担保とした借入れ。住宅価格が上昇すれば、ホーム・エクイティの担保価値が上がり、借入れ可能額は増える。住宅を担保としているため、消費者ローンに比べて金利が低く、調達した資金は主に耐久財や教育費などの消費支出に振り向けられた。08年9月末時点で、ホーム・エクイティ・ローン残高は1.1兆ドル、住宅ローン残高(10.6兆円)の約1割を占める。

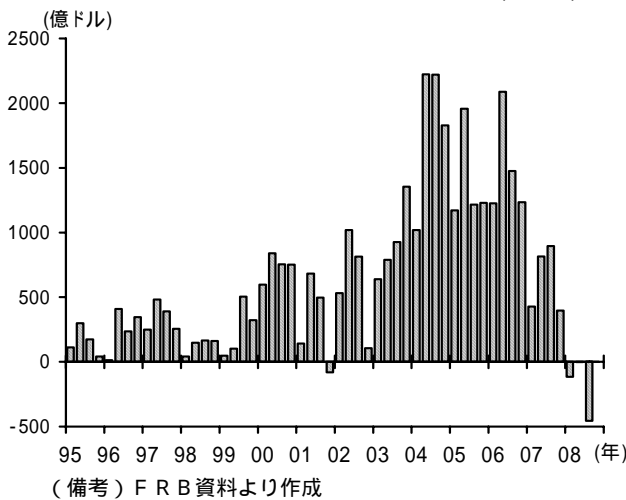
<sup>2</sup> 95年を基準に人口増加率と持家比率の上昇に見合う実質住宅資産を算出する。ただし、持家比率は、上昇テンポが加速しているため、適正值の算出に当たっては、緩やかに上昇した90年代前半の上昇ペースを延長して算出した。次に、この方法で求めた適正実質住宅資産に、図表15で試算した適正住宅価格を乗じて適正住宅資産を算出する。最後に、住宅資産に対する住宅ローンの比率(安定していた90年代後半の平均)を乗じて、適正住宅ローン残高を試算した。

<sup>3</sup> 非遡及型融資。住宅ローンの場合、住宅資産に対して貸し付ける方法で、借り手はローンが返済できなくなっても、担保資産以外の返済義務は負わない。また、返済の範囲を担保資産に限定していることから、原則として保証人を必要としない。

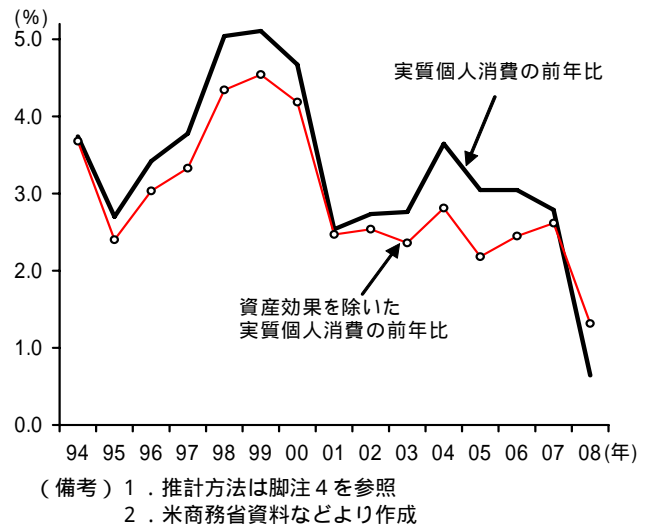
まで常時 1,000 億ドル（年率）を上回る借入れが続いた。米国の家計は住宅価格の上昇をホーム・エクイティ・ローンという形で益出しすることで消費支出を増やしていった。

実際、こうした資産効果による個人消費の押し上げ効果は小さくなかった。住宅価格に加え、株式など金融資産を含めた値上がりによる実質個人消費への影響を推計<sup>4</sup>すると、04 年には株価上昇で 0.3%、住宅価格の上昇で 0.5%（資産効果合計で 0.8%）、05 年には株価上昇で 0.2%、住宅価格の上昇で 0.7%（合計 0.9%）の押し上げ効果があった。もっとも、08 年（1～9 月）は一転して逆資産効果となり、実質個人消費は、株価の下落で 0.3%、住宅価格の下落で 0.4%押し下げられている（図表 18）。

（図表 17）ホーム・エクイティ・ローンの  
前期比増減額（年率）



（図表 18）実質個人消費の前年比と資産効果



### （ 5 ） 過剰債務の調整圧力は強く、中期的な個人消費の回復力は鈍い

前述したように、住宅価格は 09 年中に下げ止まるとみられるうえ、株価もこの水準から大きく下落する可能性は小さく、10 年以降はこうした逆資産効果による押し下げ効果は一巡すると予想される。しかし、過剰債務の調整にはなお時間を要するとみられ、家計は、債務残高圧縮のために、貯蓄率を高めていかざるを得ない。金融危機後の日本経済が、金融機関の不良債権処理と借り手の過剰債務の削減によって厳しい調整を強いられたように、米国経済も過剰債務の調整圧力に苦しめられることになる。

ただ、過剰債務問題の中心セクターは、日本の場合が企業部門、米国の場合が家計部門といった点で違いがある。過剰債務を削減していくためには、企業の場合、大規模な資産売却やリストラなどで過剰債務の削減を加速するといった選択肢があるが、家計部門は、従来に比べて消費を控えて返済原資を着実に確保し、時間をかけて削減していく以外に方法はない。このため、家計による過剰債務の調整は、企業の調整に比べて経済全体に与える短期的なデフレ圧力は小さいとみられるが、反面、調整期間が長期に及ぶ恐れがある。

<sup>4</sup> 資産効果は以下の推計式から算出した。

$$\ln(\text{個人消費}) = -0.414 + 0.965 \ln(\text{可処分所得}) + 0.023 \ln(\text{家計の株式資産}) + 0.079 \ln(\text{住宅価格})$$

推計期間 = 93.1Q ~ 08.3Q。変数はすべて消費デフレーターで実質化。t 値はすべて有意。決定係数 0.998。DW 比 = 1.629

推計式の係数は、所得や資産が 1% 変化したときに、消費が何パーセント変化するかを示す。仮に、住宅価格が 10% 上昇すると、個人消費は 0.79% 押し上げられる。

過剰債務を削減していくためには、返済原資としての貯蓄を増やす必要があり、その過程において消費支出の抑制は避けられない。そこで、過剰債務の圧縮が続いた場合の個人消費の中期的な伸びを試算してみた(図表 19)。これは、住宅ローンを含めた債務残高を直近のペースで削減していくための必要貯蓄額を算出し、可処分所得の平均増加率の違いによる個人消費の伸びを計算したものである。今後5年間で必要となる貯蓄額は年平均で5,800億ドル程度となり、可処分所得の伸びを年平均2~6%と5つのケースとしたいずれの場合も、貯蓄率を90年代平均(4.9%)の水準前後まで引き上げることが必要となる。仮に、可処分所得の年平均増加率が直近の08年を下回る4%(ケース)となった場合、名目個人消費の平均増加率は3.2%、物価上昇率を2%程度とした場合、実質個人消費は1%台前半の低い伸びを余儀なくされる。また、ケースの場合、5年後の債務残高の可処分所得比は1.02年と、可処分所得を上回る状態が続くことになる。過剰債務の調整は、長期にわたって家計部門の回復を阻害する恐れがある。

(図表 19) 債務残高の圧縮を前提とした今後5年間の個人消費の平均増加率

|        | 可処分所得<br>(5年平均伸び) | 名目個人消費<br>(5年平均伸び率) | 平均貯蓄率<br>(5年平均) | 5年後の債務残高<br>可処分所得比(年) |
|--------|-------------------|---------------------|-----------------|-----------------------|
| ケース    | 2.0               | 1.0                 | 5.2             | 1.13                  |
| ケース    | 3.0               | 2.1                 | 5.0             | 1.07                  |
| ケース    | 4.0               | 3.2                 | 4.9             | 1.02                  |
| ケース    | 5.0               | 4.3                 | 4.7             | 0.98                  |
| ケース    | 6.0               | 5.4                 | 4.6             | 0.93                  |
| 参考(実績) |                   |                     |                 |                       |
| 08年    | 4.6               | 3.6                 | 1.7             | 1.30                  |
| 90-99年 | 5.2               | 5.7                 | 4.9             | 0.89                  |
| 00-04年 | 5.3               | 5.5                 | 2.1             | 1.10                  |

(備考) 1. 08年の債務残高の可処分所得比は08年9月末  
2. 米商務省資料などより信金中金総合研究所が試算

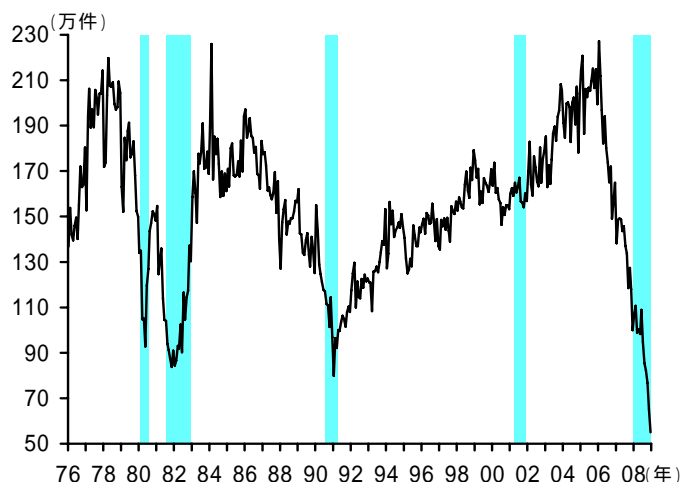
## 4. 過剰債務の調整長期化で、景気底入れ後も回復テンポは緩やか

### (1) 09年の住宅市場は底入れを探る展開

住宅着工件数(図表 20)や販売件数が過去最低水準まで落ち込むなど、住宅市場の悪化に歯止めがかからない状態だが、足元の水準(08年12月は年率55万件)からさらに大きく落ち込むとも考えにくい。金融機関の貸出スタンスの厳格化などで、住宅市場は引き続き低調な動きが予想されるが、09年中には大底を確認すると予想される。

新築住宅の販売在庫は、06年7月に57.2万件まで増加したが、08年12月には35万件まで減少し、過去の平均的な水準付近まで調整が進んでいる(図

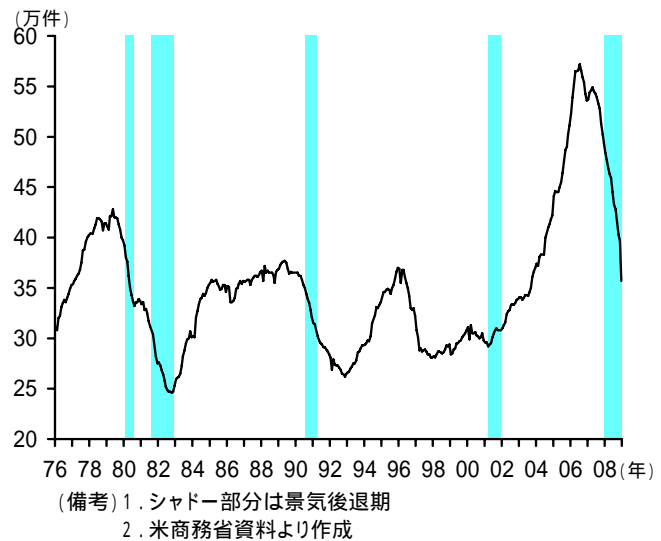
(図表 20) 住宅着工件数の推移



(備考) 1. シャドー部分は景気後退期  
2. 米商務省資料より作成

表 21)。新築住宅の販売不振が続いているため、なお在庫の過剰感が残るが、在庫調整は最終局面にある。また、金融面では、Fedによる住宅ローン担保証券(MBS)の買取り<sup>5</sup>が09年1月から開始された。6月末までの半年間で最大5,000億ドルを購入し、金融機関の資金繰りを支援することで、住宅ローン市場を下支えする狙いがある。FedがMBS購入の方針を発表した11月下旬以降、住宅ローン金利は低下傾向にあり、住宅ローンの申請件数は増加に転じている。住宅価格は依然として下落が続いているが、前述したとおり、09年後半には下落に歯止めがかかる可能性がある。住宅部門は、着工ベースで09年半ばまでに下げ止まるとみられる。もっとも、進捗ベースで計上されるGDPベースの住宅投資は09年中も前期比ベースでマイナスが続く、プラスに転じるのは10年にズレ込むと予想される。

(図表 21) 新築住宅販売在庫の推移



## (2) 健全なバランスシートを武器に企業部門が回復のけん引役に

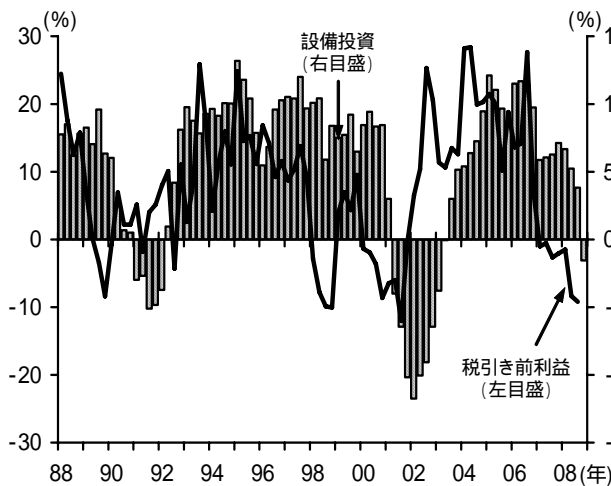
個人消費と並ぶ民需の柱である設備投資も減少が続く公算が大きい。企業収益の落込みが続いているうえ、資金面では、融資基準の厳格化が設備投資の下押し要因になっている(図表 22)。ただ、事実上の量的金融緩和政策や公的資金の資本注入に加え、政府が金融機関の不良債権を買い取る専門銀行(バッドバンク)の設立の検討に入るなど、金融安定化策を次々に打ち出している。設備投資の押下げ要因の一つである金融システムの機能不全は、徐々に緩和に向かうとみられる。

第2章で指摘したように、企業部門は住宅バブルの発生・崩壊の過程でレバレッジを高めず、しかも、投資をキャッシュフローの範囲内に抑制して、健全なバランスシートを維持してきた。実際、07年12月までの景気拡大期中、設備投資の名目GDP比は緩やかな上昇にとどまり、直近のピークとなった08年4~6月は11.0%、直近実績の10~12月は10.6%と70年代以降の平均水準(11.2%)を下回っている(図表 23)。足元では、景気の急速な悪化で設備過剰感が強まっているが、通常の経済活動を基準とすれば、過剰設備が懸念されるような状況ではない。

景気対策の効果などから景気の悪化に歯止めがかかれば、企業マインドは回復に向かうと予想される。家計部門が過剰債務の調整で回復が遅れるのとは対照的に、健全なバランスシートを武器に企業部門の回復が先行しよう。設備投資は次の回復局面のリード役として期待される。

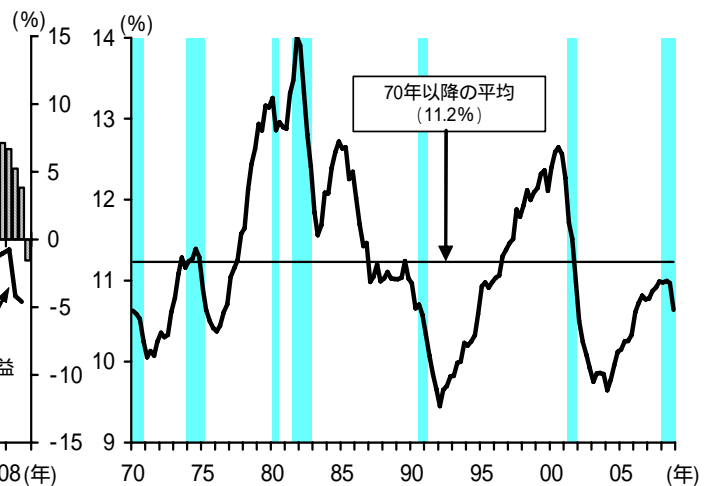
<sup>5</sup> 08年11月25日にFRBが発表した最大8,000億ドル規模の金融対策の概要は以下のとおり。連邦住宅抵当公社(ファニーメイ)と連邦住宅貸付抵当公社(フレディマック)、連邦政府抵当金庫(ジニーメイ)が発行・保証した住宅ローン担保証券(MBS)を総額5,000億ドルを上限に買い入れる、ファニーメイとフレディマック、米連邦住宅貸付銀行(FHLB)12行が発行する債券を総額1,000億ドルを上限に買い入れる、新規消費者ローンと小規模企業向けローンを裏付けとしたトリプルA格付けの資産担保証券(ABS)の保有者に対し、最大2,000億ドルのノンリコース融資を実施する。

(図表 22) 企業収益と設備投資の前年比



(備考) 米商務省資料より作成

(図表 23) 設備投資の名目GDP比



(備考) 1. シャドー部分は景気後退期  
2. 米商務省資料より作成

### (3) 金融・財政による景気刺激策が景気の落込みを緩和

米国の08年10～12月の実質成長率は、前期比年率3.8%減(事前推定値)と大幅に落ち込み、09年4～6月までマイナス成長が続くとみられる。ただ、事実上の量的緩和政策や政府による大規模な財政政策などの実施をきっかけに、米景気は09年半ばに底入れする可能性がある。

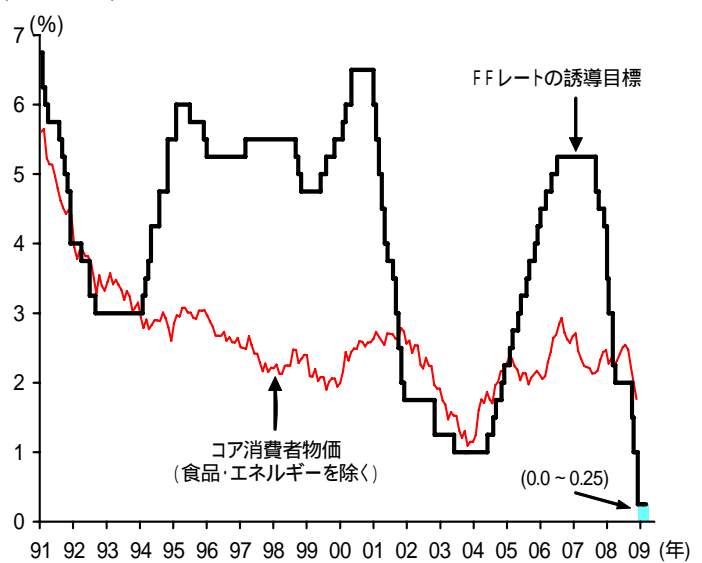
08年12月15、16日に開催されたFOMC(連邦公開市場委員会)で、FedはFFレートの誘導目標を1.00%から0.00～0.25%に引き下げることを決定した(図表24)。Fedが、FFレートの誘導目標に幅を持たせたのは今回が初めてとなる。

同時に、FRBは公定歩合を0.75%引き下げて0.50%にすることを全会一致で承認したほか、準備預金に0.25%付利することも決定した。また、前述したMBSの買取りが09年1月から開始されたほか、長期国債の買入れ検討を表明するなど、事実上の量的緩和政策に踏み込んだ。今後、MBSの購入拡大などで量的緩和政策が一段と推し進められる可能性もある。

コア消費者物価の前年比上昇率(08年12月、1.8%)を差し引いた実質FFレートは過去最大のマイナス金利の状態にあり、今後、徐々に利下げ効果が浸透しよう。

景気対策による下支え効果も期待される。09年1月15日に民主党は、大型減税や公共事業を柱とする総額8,250億ドル(2年間)の景気対策を発表した。2,750億ドルの

(図表 24) FFレートの誘導目標と消費者物価の前年比



(備考) FRB、米労働省資料より作成

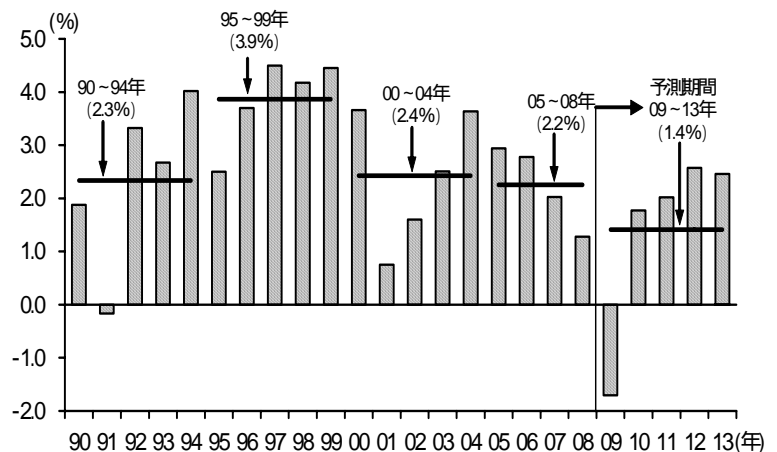


減税（1人当たり年500ドル、夫婦で1,000ドルの戻し税）のほか、高速道路建設などインフラ整備に900億ドル、燃費効率の高い自動車開発などに320億ドル、雇用対策として失業給付と職業訓練の拡充に430億ドルを投じる。米政府は、2年間の景気対策によって、対策を実施しなかった場合に比べGDPを3.7%押し上げ、365万人の雇用を増やすと試算している。なお、この対策は、2月中旬までの成立を目指して審議に入ったが、その過程で1兆ドル程度まで膨らむ可能性もある。

#### （４）今後5年間の年平均実質成長率は1.4%にとどまると予測

もっとも、こうした金融・財政政策の速やかな実行を前提にしても、家計の過剰債務調整が下押し圧力となり、米国経済が従来の回復力を取り戻すことは難しいと考えられる。今後5年間の年平均実質成長率は1.4%と、ITバブル崩壊後の不況期<sup>6</sup>を挟んだ00～04年度（2.4%）を1%程度下回る緩慢な回復にとどまると予測した（図表25）。

（図表25）米実質成長率の推移と予測



（備考）1. 図表中の計数は5年平均成長率。ただし、直近の05～08年は4年間  
2. 米商務省資料、予測は信金中央金庫総合研究所

09年前半も厳しい後退局面が続くと予想される。住宅価格の一段の下落や景気の悪化で、金融機関の損失がさらに拡大し、金融機関の貸し渋りによる信用収縮が实体经济を下押しする悪循環から脱しきれないと考えられる。4～6月頃には景気対策に盛り込まれた戻し減税が始まることで、個人消費の悪化に歯止めがかかるとみられるが、住宅投資や設備投資の減少が続くためマイナス成長が続くと予想される。年後半にはインフラ整備を中心とした財政政策の効果が徐々に顕在化しよう。住宅価格の調整がほぼ一巡し、信用収縮にも歯止めがかかると予想される。年後半には実質成長率が前期比年率でプラスに転じると予測した。

10年は、住宅価格の調整一巡など資産デフレに歯止めがかかり、金融システムが正常化に向けて動き出そう。景気対策の効果や住宅、自動車の反動増もあって、四半期ベースの実質成長率は、前期比年率で2%台に回復すると予想される。もっとも、家計の過剰債務の調整が続くため、通常の回復局面の初期に比べて回復力は弱く、10年の実質成長率は1.8%、年間成長率（10～12月の前年比）は2.2%と緩やかな回復にとどまると予測した。

11年には景気対策の効果が一巡するものの、住宅投資と設備投資がそろってプラスに転じるなど、景気は自律回復メカニズムを取り戻すと予想される。11年から12年にか

<sup>6</sup> ITバブルの崩壊をきっかけに、米国経済は01年3月をピークに01年11月まで8か月の景気後退が続いた。

けて主要国のテレビ放送の全面デジタル化（米国は 09 年の予定）が予定されていることに加え 12 年にはロンドン五輪が控えており、世界的な IT 需要の盛り上がり、IT 産業に強みを持つ米国産業にとって追い風になろう。11 年以降も家計の過剰債務問題は尾を引くが、民需主導の安定成長軌道に復帰すると予測した。

米国経済は、安定した人口の増加や健全な企業部門、迅速な金融・財政政策の実行などによって、日本経済が金融危機後に見舞われた厳しいデフレには陥らないと想定している。しかし、資産価格の予想以上の下落によって金融機関の不良債権問題がより深刻なものとなった場合には、本格的なデフレ経済に突入するリスクシナリオが現実味を帯びてくる。利下げ余地のなくなった状況でデフレに陥ると、実質金利の上昇によって過剰債務問題はより深刻な危機を招き、景気対策の効果が一時的な押し上げに終わる可能性がある。デフレ経済からの脱却は容易なことではなく、長期にわたって経済活動が低迷する恐れがある。これまでの一連の金融危機対応や景気対策によって財政赤字は急増しているが、デフレの悪循環に陥る前に、米政府と中央銀行は可能な政策を総動員して景気浮揚に取り組むことが求められる。

以上  
(角田 匠)

(図表 26) 今後 5 年間の米国 GDP 成長率の予測

(単位: %)

| 項目    | 07年<br>実績 | 08年<br>実績 | 09年<br><予測> | 10年<br><予測> | 11年<br><予測> | 12年<br><予測> | 13年<br><予測> | 09-13年<br>年平均 |
|-------|-----------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| 実質GDP | 2.0       | 1.3       | -1.7        | 1.8         | 2.0         | 2.6         | 2.5         | 1.4           |
| 個人消費  | 2.8       | 0.3       | -1.5        | 1.4         | 2.1         | 2.5         | 2.4         | 1.4           |
| 住宅投資  | -17.9     | -20.8     | -20.4       | -1.9        | 4.4         | 5.6         | 6.9         | -1.7          |
| 設備投資  | 4.9       | 1.8       | -9.0        | -1.1        | 7.9         | 5.1         | 5.8         | 1.6           |
| 在庫投資  | -0.4      | -0.2      | 0.1         | 0.2         | 0.1         | 0.2         | 0.0         | -             |
| 政府支出  | 2.1       | 2.9       | 3.5         | 4.6         | 1.5         | 0.1         | 1.0         | 2.1           |
| 純輸出   | 0.6       | 1.4       | 0.4         | 0.0         | 0.2         | -0.0        | -0.3        | -             |
| 輸出    | 8.4       | 6.5       | -5.2        | 3.5         | 6.1         | 6.8         | 4.9         | 3.1           |
| 輸入    | 2.2       | -3.3      | -6.6        | 2.7         | 3.9         | 5.8         | 6.0         | 2.3           |
| 名目GDP | 4.8       | 3.4       | -0.6        | 3.6         | 4.6         | 4.9         | 5.1         | 3.5           |

(備考) 米商務省資料、予測は信金中金総合研究所

本レポートは、標記時点における情報提供を目的としています。したがって投資等についてはご自身の判断によってください。また、本レポート掲載資料は、当研究所が信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。

なお、記述されている予測または執筆者の見解は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

## 【内外経済・金融動向バックナンバーのご案内】

| 号 数      | 題 名   | 発行年月     |
|----------|---|----------|
| No.19-3  | 「賃金伸び悩みの背景と今後の見通し」<br>- 労働需給のタイト化で、08年度には幅広い業種で明確な賃金上昇へ -                 | 2007年7月  |
| No.19-4  | 「都道府県別にみた工場立地と人口移動の特徴点」<br>- 集中が集中を呼び込む形で地域経済格差が拡大 -                      | 2007年8月  |
| No.19-5  | 「地域別にみた日本経済の景況判断」<br>- 地域間格差は依然大きい、景気回復の動きは非製造業にも徐々に波及 -                  | 2007年9月  |
| No.19-6  | 「高齢化の進展と家計の消費・貯蓄動向」<br>- 団塊の世代の消費意欲は旺盛だが、長期的には消費・貯蓄の両面でマイナスの影響 -          | 2007年10月 |
| No.19-7  | 「中国の外資導入政策の転換と今後の対中直接投資の動向」<br>- 中国の内需を目指した投資は引き続き拡大の可能性 -                | 2007年10月 |
| No.19-8  | 「市町村のタイプに応じた地域経済の活性化策」<br>- 全市町村を地域特性に基づいて8つのタイプに分類・分析 -                  | 2007年12月 |
| No.19-9  | 「新たな投資先として期待されるベトナム経済」<br>- WTO加盟を契機とした市場経済化の加速で飛躍的發展を目指す -               | 2008年2月  |
| No.19-10 | 「高齢化の進展と財政再建問題」<br>- 消費税率の上げが不可欠だが、抜本的な歳出削減の断行が前提条件 -                     | 2008年2月  |
| No.19-11 | 「中小企業の景気・財務動向と原油高の影響」<br>- 原油高に加えて人件費負担の増加が利益率を圧迫 -                       | 2008年2月  |
| No.19-12 | 「地域別にみた日本経済の景況判断」<br>- 住宅関連を中心に景気は減速し、一部地域では足踏み状態に -                      | 2008年3月  |
| No.19-13 | 「日本経済の中期展望」<br>- 08～12年度の年平均成長率は名目2.5%、実質1.9%と予測 -                        | 2008年3月  |
| No.20-1  | 「中国証券市場の動向と市場改革の行方」<br>- 進展する非流通株改革と対外資本取引の自由化 -                          | 2008年4月  |
| No.20-2  | 「社会保障の財源としての消費税の位置づけと税率引き上げの財政への影響」<br>- 税率8%でプライマリーバランスは黒字化も財政収支の赤字は持続 - | 2008年6月  |
| No.20-3  | 「財務体質の強化が設備投資を下支え」<br>- 設備投資の増勢は鈍化するも、中期的には拡大基調を維持 -                      | 2008年7月  |
| No.20-4  | 「産油国経済の現状とオイルマネーの動向」<br>- 多角化、多様化するオイルマネーの還流先 -                           | 2008年8月  |
| No.20-5  | 「2007年度の地域経済の回顧」<br>- 景況感は総じて悪化も、工場立地件数は高水準を維持 -                          | 2008年8月  |
| No.20-6  | 「地域別にみた日本経済の景況判断」<br>- 総じて景況感の悪化が著しく、大都市圏の景気も足踏み状態 -                      | 2008年9月  |
| No.20-7  | 「構造的な人手不足による日本経済への影響と対応策」<br>- 高齢者と女性の労働参加を促すとともに、中長期的には生産性の向上が必要 -       | 2008年10月 |
| No.20-8  | 「北京オリンピック後の中国経済」<br>- 個人消費をリード役として比較的高い成長を続ける可能性大 -                       | 2008年10月 |
| No.20-9  | 「都道府県別にみた就業構造の特徴と課題」<br>- 労働力人口の減少が懸念される地域ほど、高齢者・女性の就労状況は高水準 -            | 2008年12月 |
| No.20-10 | 「米国経済の中期展望」<br>- 家計の過剰債務調整の長期化で、景気底入れ後も回復テンポは緩慢 -                         | 2009年2月  |

\*バックナンバーは、信金中央金庫総合研究所ホームページ (<http://www.scbri.jp>) からご覧いただけます。