

第2章 先進国同時景気後退と今後の世界経済

世界経済は、先進国の同時景気後退の様相を呈している。アジアを始めとする新興国経済においても、景気減速や世界的な金融危機の影響が広くみられ、一部の国々では金融危機の影響が特に強く現れている。アメリカ経済の減速にもかかわらず、新興国の成長により世界経済が成長を維持するといういわゆるディカップリング論は当てはまらない。

先行きについては、不確実性が大きいものの、当面、先進国においては景気後退が続くとみられ、金融危機が長期化、深刻化する場合には、景気の厳しさが増すおそれがある。新興国への影響も次第に強く現れ、適切な政策対応が行われない場合には世界同時不況に陥るおそれもある。

本章では、アメリカ、ヨーロッパ、アジアの各地域の景気動向と当面の見通し及びリスク要因について論じた上で、過去の世界同時不況を振り返り、今後の景気回復の鍵を探る。

第1節 景気後退局面にあるアメリカ

1. 景気後退局面に入ったアメリカ経済

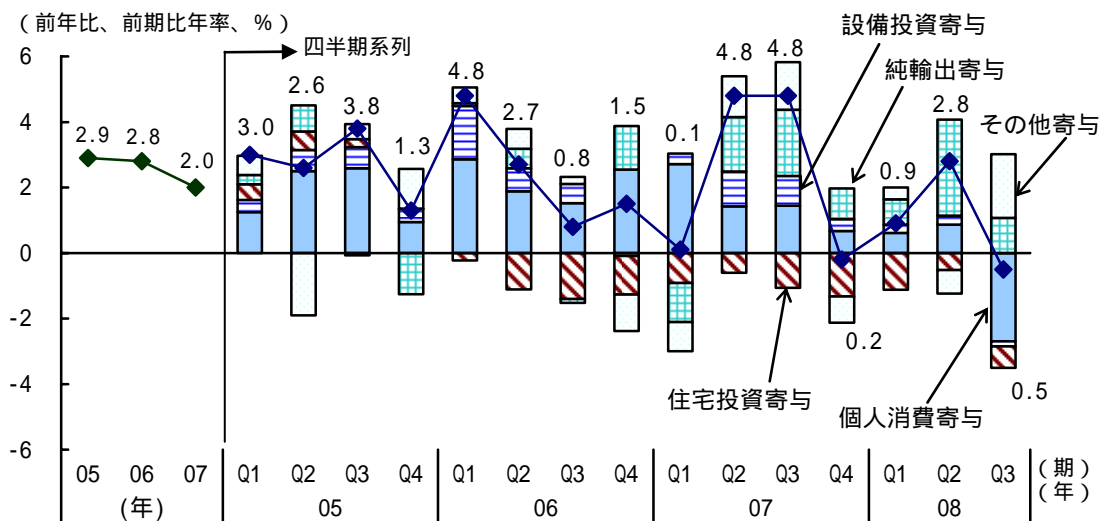
内需の低迷により、約6年ぶりのマイナス成長

アメリカでは、景気は後退している。四半期別の実質経済成長率の動きをみると、07年10～12月期には、住宅市場の調整に加え、エネルギー価格の高騰等の影響を受けて個人消費が減速したことなどから、前期比年率0.2%となり、01年7～9月期以来、6年ぶりのマイナス成長となった。08年に入ってからは、1～3月期に、前期比年率0.9%と低い成長率になったものの、4～6月期には、外需寄与が大幅なプラスとなったことなどにより、成長率は潜在成長率程度¹の同2.8%となった。これは、ドル安の影響もあって、輸出が前期比年率12.3%と大幅に伸びた一方、内需の低迷により、輸入が同7.3%と大きく減少したことによる。7～9月期には、住宅投資の

¹ アメリカの潜在成長率は、07年2.7%、08年2.6%とされている（アメリカ議会予算局（CBO）“The Budget and Economic Outlook: An Update”（08年9月））

マイナスに加えて、個人消費が大幅なマイナスに転じたことや、設備投資も約2年ぶりにマイナスに転じるなど、民需全体が大幅に減少したため、成長率は前期比年率 0.5%（暫定値）と再びマイナスに落ち込んだ（第2-1-1図）。特に、個人消費の伸びがマイナスに転じたのは、91年以来であり、これは雇用環境の急速な悪化に加え、原油価格高騰等に伴う物価上昇の影響等による。

第2-1-1図 実質経済成長率の推移



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
2. 「その他寄与」は、在庫投資と政府支出の合計。

このように、現在、アメリカ経済は、外需依存型の成長パターンとなっており、内需については、この一年間、ほぼマイナスの伸びが続くなど低迷している²。一方、外需については、1%前後から2%ポイントを超えるプラス寄与が続き、景気を下支えする役割を果たした。

こうした景気情勢の悪化を受けて、政府及び議会は、08年2月に、総額1,680億ドル、GDP比約1.2%規模の財政支出が盛り込まれた緊急経済対策法(Economic Stimulus Act of 2008)を成立させた。同法においては、個人所得税を還付する戻し減税(1,170億ドル、GDP比約0.8%)や、企業の設備投資を促すための税制優遇措置(510億ドル、GDP比約0.4%)といった個人消費や企業活動を刺激することで成長を下支えする方策が講じられた。08年春頃には、個人への戻し減税措置によって、一時的に個人消費

² 最近一年間における内需の動きをみると、07年10~12月期 1.0%、08年1~3月期0.1%、同年4~6月期 0.1%、同年7~9月期 1.5%となっている。

が支えられ、4～6月期におけるGDPのプラス成長に寄与した³。しかし、その後は減税効果のはく落によって、7～9月期の個人消費を減少させる一因となっている。

一方、金融政策では、連邦準備制度理事会（FRB）が、連邦公開市場委員会（FOMC）の決定に従い、実体経済の減速に対処した政策金利（フェデラル・ファンド・レート：FF金利）の大幅な引下げを実施している。07年9月以来、利下げ局面が続いており、現在のFF金利の誘導目標水準は、10月28、29日のFOMC会合における利下げ決定によって、過去最低水準（04年6月以来）となる1.00%まで低下している⁴（07年9月の利下げ以降累計では4.25%ポイントの利下げ）（前掲第1-1-23図）。このように、既に相当に金融緩和的な状況下にあるにもかかわらず、市場では、足元の経済情勢の悪化にかんがみ、FOMCが更なる利下げを行うとする見方も多い⁵。

景気後退局面に入ったアメリカ経済

こうした中、景気循環に関する判定を行っている非営利機関である全米経済研究所（National Bureau of Economic Research：NBER）は、08年12月1日に、07年12月が景気の山であったとして、アメリカが景気後退に入っているとの発表を行った⁶。NBERでは、景気後退を経済全般にわたる経済活動の大幅な低下が数か月以上続いている状態と定義し、通常は、実質GDP、実質所得、雇用、鉱工業生産、卸・小売売上高の五つの指標に現れるとしている。そこで、GDP統計を除く四つの指標（移転所得を除く実質所得、非農業雇用者数、鉱工業生産、実質総売上）を指数化したものについて、その動きをみると、いずれも07年秋頃から08年初めを境にして、以後、低

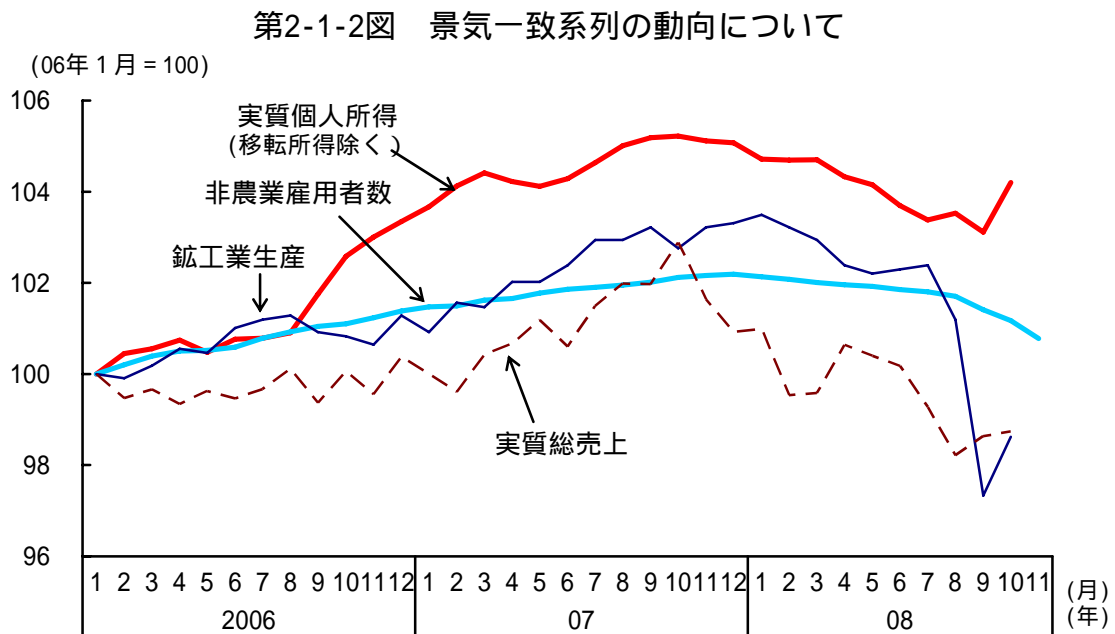
³ 08年2月13日に成立した緊急経済対策法のうち、戻し減税措置については、4月28日から還付が開始され、07年分の確定申告を提出期限（4月15日）までに済ませた者への還付が終了する7月11日までに予定額の約8割に当たる918.34億ドルが、財務省から個人に還付された。なお、期限から遅れて確定申告を行った者についても、7月11日以降、随時還付は実施されている。

⁴ 08年10月に成立した緊急経済安定化法に基づき、市中銀行が連邦準備銀行に預ける準備預金に付利を行う預金ファシリティが設けられたことで、既存の貸付ファシリティの金利と預金ファシリティの金利（準備預金金利）が政策金利を挟み、市場金利の上下限を画するいわゆるコリドー（両金利が形成するバンド）が設定された（08年11月には、準備預金金利はFFレートの誘導目標水準（1.00%）まで引き上げられている）。これにより、FRBがゼロ金利にせず量的緩和的な効果を期待しているとの見方がある。

⁵ FF金利の先物価格の動きをみると、08年12月5日時点では、同年12月中における0.75%の利下げがほぼ見込まれている。

⁶ この結果、01年11月から始まった景気拡大局面は73か月（6年1か月）となった。なお、第二次大戦以後の景気拡大局面の平均期間は58か月であり、最長期間は、91年3月からの景気拡大局面で120か月となっている（付表参照）。

下傾向となっている（第 2-1-2 図）。



(備考) 1. アメリカ商務省、アメリカ労働省、連邦準備制度理事会（FRB）、
 コンファレンス・ボードより作成。
 2. 「実質総売上」とは、製造業出荷高と卸小売売上高を合計したものの。

NBERは、今回の発表資料において、景気の山を特定する上では、特に、サービス等も含めた国内全体の生産と雇用が概念的には最も重要な指標であるとしている。しかしながら、今回は、実質GDPと実質国内総所得（GDI）については、景気循環の山を明確に特定することができないとしている。一方、雇用をみる上で最も信頼できる非農業雇用者数については、07年12月を境に、以後、毎月減少しているため、この時点が明確な山であるとした。

以上のように、今回の景気後退局面は、既に12か月間（08年12月時点）続いており、第二次大戦以降の景気後退局面の平均期間である10か月を越えている。さらに、戦後の景気後退局面の最長期間である16か月に近づきつつあり、今回の景気後退局面が戦後最長となる可能性も考えられる⁷。なお、20世紀以降では、景気後退局面の最長期間は、世界大恐慌の時期に当たる1929年8月から33年3月までの43か月間となっている。

⁷ 民間調査機関（48社）の平均的な見方では、09年4～6月期までマイナス成長が続くと見込まれている（第2-1-26図）。このため、今回の景気後退局面は08年12月時点から更に半年程度継続する可能性がある。なお、景気後退局面が戦後最長の16か月間となったのは、第一次オイルショック時の73年11月から75年3月までの期間と、第二次オイルショック時の81年7月から82年11月までの期間の2回が記録されている。

2. 先行きをみる上で重要な四つの要因

アメリカ経済が景気後退局面にある中、先行きをみる上では、次の四つの要因が特に重要と考えられる。以下では、この四つについて詳細に検討する。

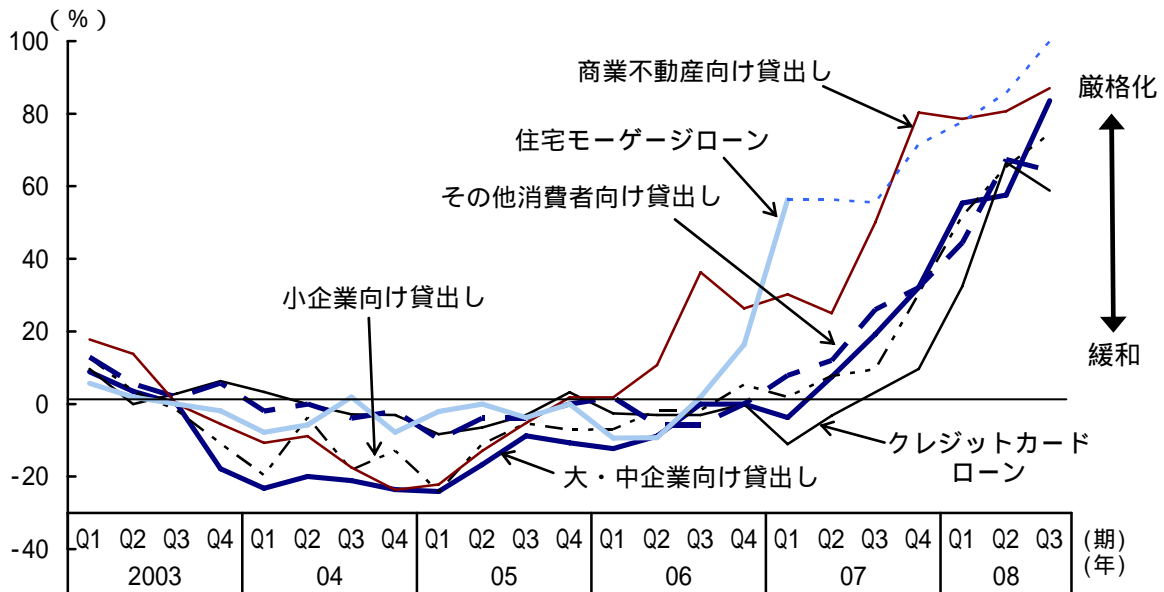
- (i) 08 年 9 月中旬の大手金融機関の破綻を始めとする世界的な金融危機による市場の混乱が、金融機関の貸出行動を通じて、実体経済にどのような影響を与えるか。
- (ii) 06 年から経済成長の重石となっている住宅市場の調整がいつまで続き、また、そうした調整が実体経済にどのような影響を与えるか。
- (iii) 非農業雇用者数の減少幅が拡大している雇用情勢は、今後どの程度悪化するか。
- (iv) これまでアメリカ経済をけん引してきた個人消費がどのように推移し、今後、(i) から (iii) を踏まえてどのような方向に向かうか。

金融危機の影響

(1) 貸出態度の厳格化

アメリカでは、金融機関における個人や企業への貸出態度が厳格化している。金融機関の貸出態度の厳格化は、まず、住宅市場の調整を背景に、07 年前半から住宅ローンで始まった。サブプライム住宅ローン問題が発生し、証券化商品の値崩れや格付けの引下げが起きた同年半ば以降は、証券化商品に対する需要の急速な冷え込みにより、市場流動性が悪化した。このため、金融機関は、貸出しに伴う貸付相手の債務不履行といった信用リスクを証券化によって証券の買い手である投資家に移転することができなくなったことから、商業不動産向け貸出しも含め、更に貸出態度の厳格化が進行した。07 年後半以降は、金融機関における損失の拡大や景気の減速を背景に、住宅ローンのみならず、消費者向け貸出しや企業向け貸出しについても、貸出態度の厳格化の動きが広がっている (第 2-1-3 図)。

第2-1-3図 金融機関の貸出態度



- (備考) 1. 連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。
 2. 数値は、過去3か月に貸出態度を「引き締めた」と回答した銀行の割合から「緩和した」と回答した銀行の割合を引いたもの。
 3. 住宅モーゲージローンの07年4～6月期以降(破線)はサブプライムローンの値。

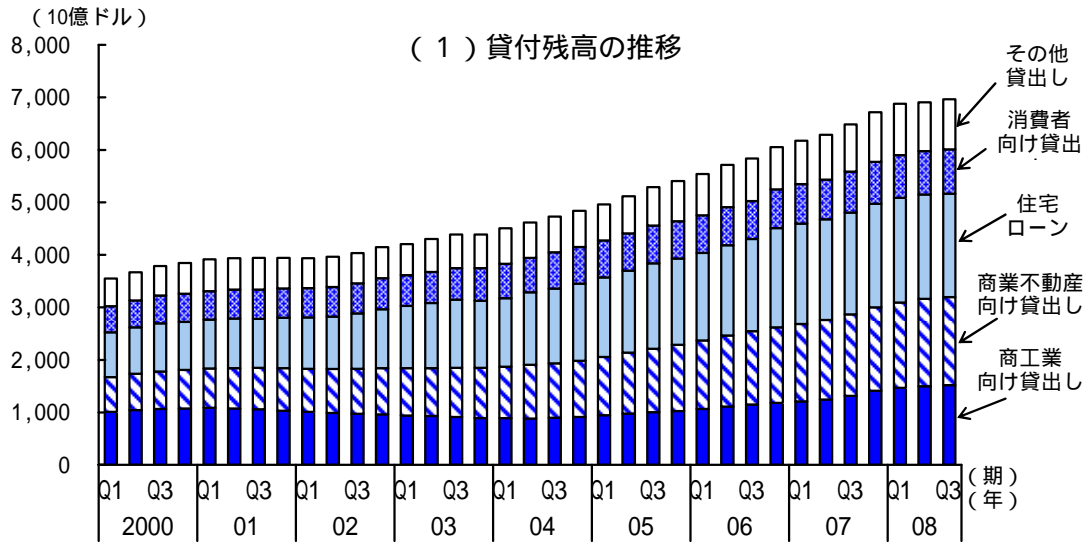
(2) これまでの実際の貸出動向

こうした中、実際に商業銀行における貸出動向をみると、金融機関の貸出態度の厳格化が進展しているにもかかわらず、全体の貸出額は、07年末まで、堅調に増加(05～07年平均：前期比2.8%増)した。これは、(i) 金融機関の貸出態度の厳格化が実際の貸出動向に反映するまでにはタイムラグがある、(ii) 金融機関においてはオフバランスによる取引が困難となったため、オンバランスに取引を移している、(iii) 借手が借入可能なクレジットラインまで借入額を増加させている、などの理由が考えられる。

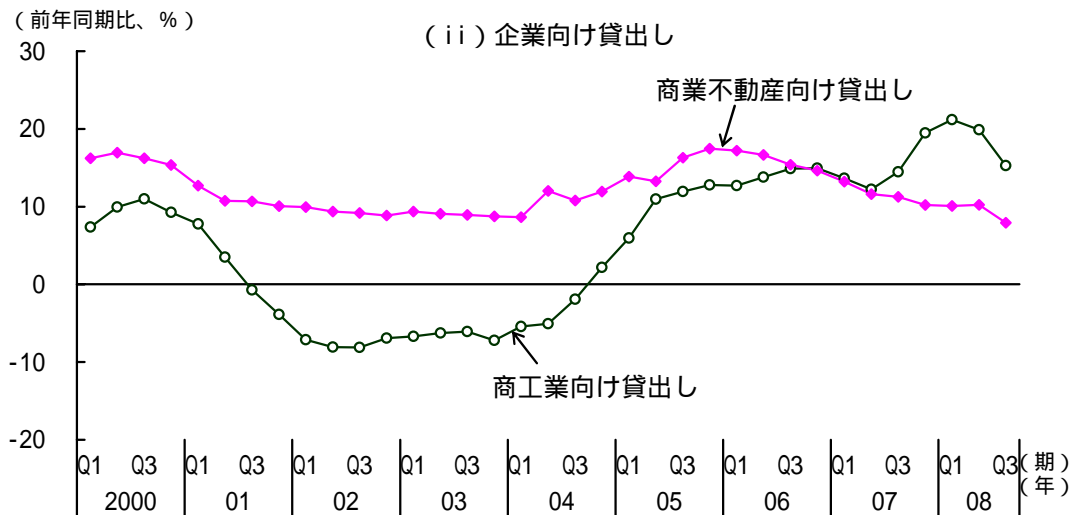
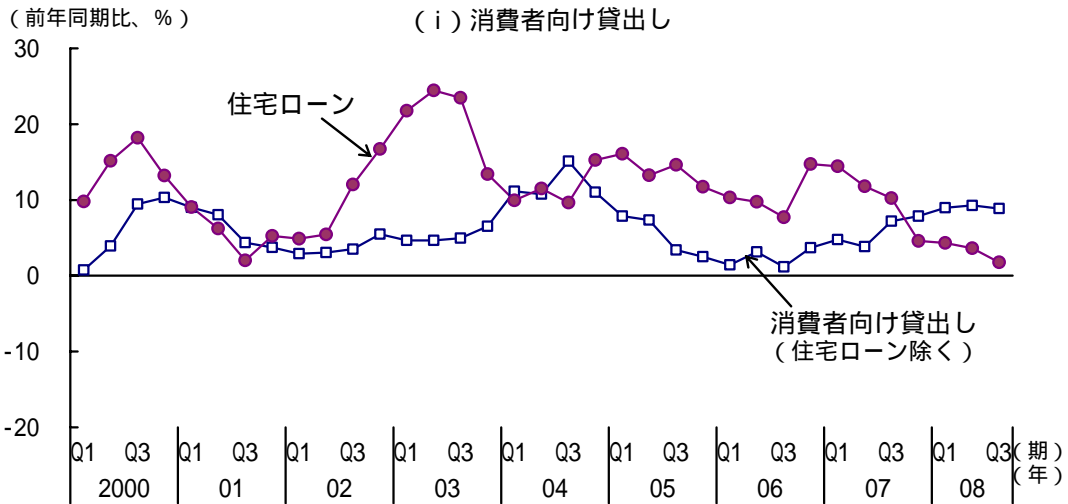
しかし、08年に入ってから、貸出額の伸びは鈍化傾向(08年平均：前期比1.2%増)となっており、貸出態度の厳格化の影響が顕在化してきている(第2-1-4図(1))。さらに、08年9月中旬以降の金融危機によって、貸出態度の厳格化は一段と進行しているとみられることから、今後、深刻な信用収縮の発生等によって個人消費や設備投資が抑制される可能性が高い。

以下、個別の貸出動向について概観する。

第2-1-4図 商業銀行の貸付の推移



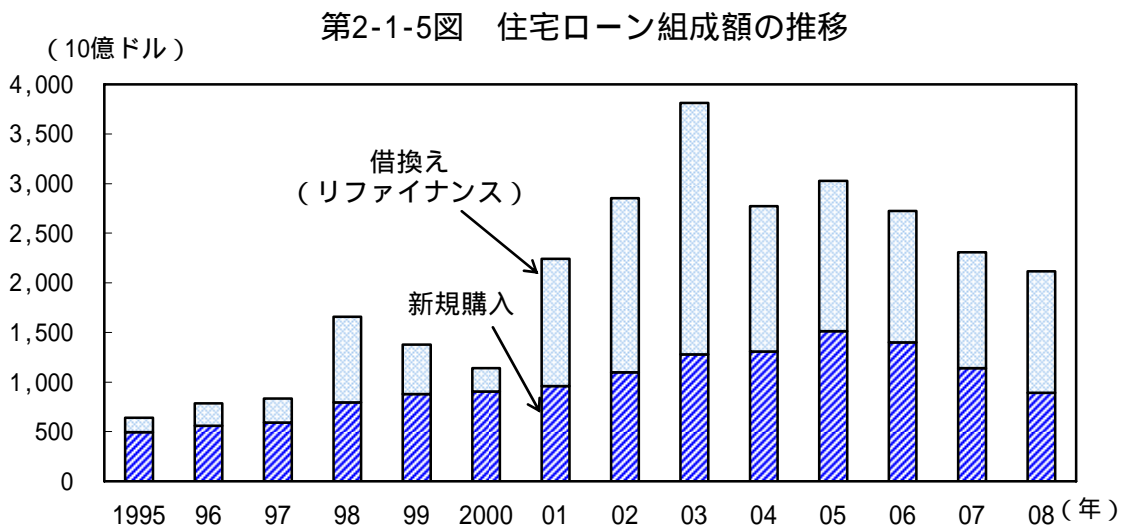
(2) 貸付残高の伸び率の推移



(備考) 連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。

(i) 住宅ローンへの影響

住宅ローンの動向について、住宅ローン組成額の推移をみると、サブプライム住宅ローン問題が発生した07年以降、07年、08年（見込み）と減少している（第2-1-5図）。こうした住宅ローン組成額の減少については、住宅価格や住宅ローン金利水準等の住宅需要側の要因も考慮しなければならないものの、貸出態度の厳格化の時期とほぼ動きが重なっていることから、こうした貸出態度の厳格化が影響を及ぼしている可能性が十分に考えられる。住宅ローンにおける金融機関の低調な貸出動向は、住宅需要を抑制し、住宅価格の下押し圧力となって、住宅市場における調整の長期化、深刻化の一因となっているとみられる。



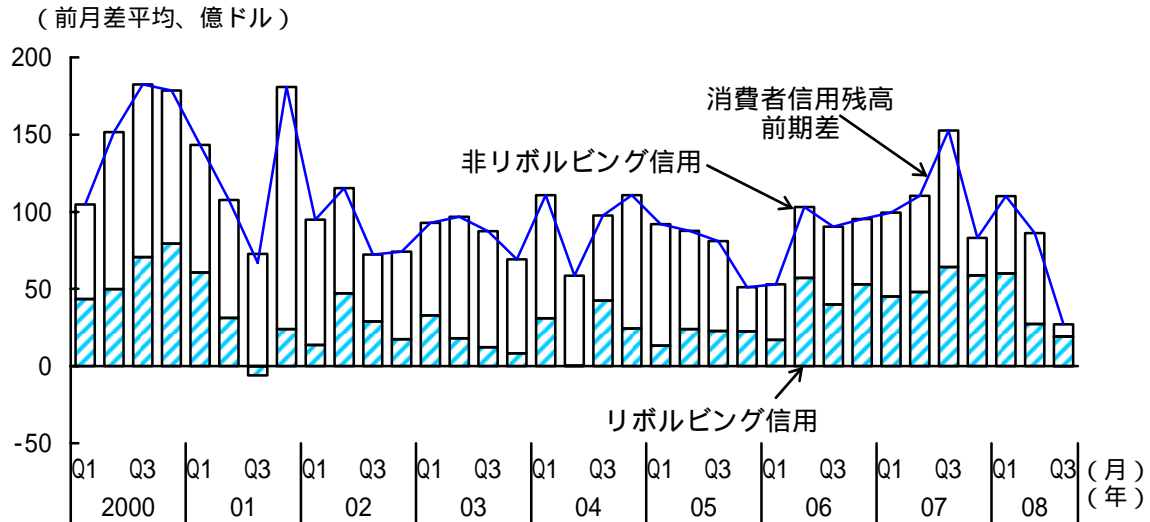
(備考) 1. 全米抵当銀行協会 (MBA) より作成。
2. 08年については比較のため1～6月期の実績を年率化している。

(ii) その他家計向け貸出しへの影響

住宅ローン以外の個人への貸出動向に関して、まず、消費者信用残高全体の動きをみると、08年前半まで前月差で堅調な増加傾向が続いていたが、08年7～9月期の前月差平均をみると、リボルビング信用（クレジットカード等）、非リボルビング信用（自動車ローン、教育ローン等）ともに減少し、前期と比較して大幅に低下した（第2-1-6図）。このため、消費者信用においては、金融機関における貸出態度の厳格化の影響が顕在化してきている。特に、非リボルビング信用については、その落ち込みが大きいいため、自動車ローンや教育ローンの低迷が示唆される⁸。

⁸ ポールソン財務長官は、「アメリカの消費者信用のおよそ40%は、クレジットカード・ローンや

第2-1-6図 消費者信用残高の推移



(備考) 連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。

また、貸出主体別には、商業銀行による消費者向け貸出しの動向をみると、これまでのところ比較的堅調に推移しており、貸出態度の厳格化の影響は今までのところ明確にはみられていない（前掲第 2-1-4 図（2））。このため、商業銀行以外の金融会社や、信用組合、貯蓄金融機関といった金融機関の貸出しが低迷している可能性が考えられる。

コラム 2-1：アメリカの自動車販売の動向

(年率 1,600 万台ベースから 1,000 万台ベースに)

商務省発表の統計によれば、08 年 11 月のアメリカの自動車販売台数^(注 1)は 74.6 万台（年初来累計 1,234 万台）となり、年率換算で 1,020 万台と 82 年 10 月以来の低い水準となった（図 1）。前年同月比では 13 か月連続減少し、前月比でも 3 か月連続（9 月 96.4 万台、10 月が 83.8 万台）減少し、大幅な回復は期待できないことから、08 年の年間販売台数は 1,300 万台前後まで落ち込むと見込まれる^(注 2)。過去の年間販売台数をみると、2000～07 年の平均販売台数は 1,686 万台であり、94 年以降は毎年 1,500 万台以上を販売してきた。また、90 年以降の最低は S & L 危機時の景気後退期である 91 年の 1,130 万台（90 年 1,270 万台、92 年 1,350 万台）であることから、08 年

自動車ローン、教育ローン等の証券化を通じて供給されている」とし、「こうした市場が」「実質上、停止してしまった」と述べている（08 年 11 月 12 日記者会見）。

は 91 年前後の水準まで落ち込むことになる。さらに、09 年以降のアメリカの自動車販売台数の見通しについては、GM (ゼネラル・モーターズ) が 09 年 1,170 万台、10 年 1,270 万台と予想し、フォードが 09 年は 08 年より悪化し、10 年に若干回復すると予想しており、自動車メーカーにとっては、厳しい時代が続くとみられる。

以下では、08 年の販売動向について確認してみる。08 年 7 月初めまで、ガソリン価格が過去最高の 1 ガロン (約 3.8) 当たり 4.11 ドルまで上昇した一方で、ライトトラック^(注 3) に比べて燃費効率に優れる乗用車の販売台数が堅調に推移したことから、販売台数の減少の主要因はガソリン高やアメリカの景気減速による個人消費の冷え込みとみられる (図 2)。08 年 7 月以降、ガソリン価格が急激に下落し始めたことから販売台数の回復が期待されたが、割引販売の効果によりライトトラック販売が一時的に回復しただけで、乗用車の販売台数は急速に減少した。アメリカでは、自動車を購入する際にローンを組む人の割合が 90% 前後と比較的高いが、金融危機の影響や景気後退が实体经济に及ぶにつれて、自動車ローンの貸出態度が更に厳格化され、個人の懐事情が一段と厳しくなってきたことが大きく寄与していると考えられる (図 3)。

このように、自動車の販売台数が落ち込む中で、自動車メーカー各社は、生産体制の再編成や、割引販売の実施により販売台数の回復を目指しているが、急速かつ大幅な市場の落ち込みのため、業績の下方修正が相次いでいる。特に、ライトトラック等の大型車重視であったビッグ 3^(注 4) については、一時的ではあるが、7 月に初めて販売シェアが日本車を下回るなど、販売台数の減少に悩まされている (図 4)。3 社は、小型車へのシフトや工場閉鎖・雇用調整を進めるとともに、政府から 250 億ドルの低燃費車向け開発資金として低金利融資を獲得するなど資金対策を進めているが、販売不振により資金流出が深刻化しており、経営不安が高まっている。11 月に発表された 08 年 7 ~ 9 月期決算によれば、GM は 3 か月間に 69 億ドル、フォードも 77 億ドルの資金が流出したとされている。3 社は、今後、低燃費車向け開発資金の融資が政府から受けられるとみられるものの、同融資は用途や融資時期等で制限があり、また、格付けの低下^(注 5) により金融資本市場からの資金調達が困難となっていることから、引き続き資金繰りがひっ迫している。このため、政府による更なる融資に頼らざるを得ない窮地に陥っており、10 月以降、政府関係者や F R B、議会に対して追加融資を繰り返し要請し、12 月上旬に

は再建計画とともに3社合計で340億ドルの低金利融資を政府に求めた。

ビッグ3は、アメリカ国内で直接的に約23万人を雇用し、関連産業を含めるとその雇用者数は数百万人に上るといわれている^(注6)。このため、万一、3社が破綻した場合、関連産業への影響を含めれば経済への影響は計り知れず、まさしく「too big to fail (大きすぎてつぶせない)」な企業である。しかし、経営者責任や再建計画を明確にすることなく、安易に追加的な政府支援を実施することは国民の理解が得られにくく、また、経営者のモラルハザードも危惧される。さらに、3社が低コスト生産や環境に配慮した低燃費車の開発で競合他社に遅れをとっている中で、企業としての競争力を向上させない限り、再び経営が苦境に陥ると考えられ、3社の再建計画の内容とその実現可能性が重要視されている。このため、ビッグ3の経営再建問題については、経営陣のみならず、議会及び政府としても難しい舵取りを迫られており、今後の対応策が非常に注目される場所である。

- (注1) アメリカの自動車販売市場は、乗用車市場とライトトラック市場の合計を指す。
- (注2) 08年11月20日公表のミシガン大学による経済見通しによれば、08年のアメリカの自動車販売台数は1,330万台と見込まれている。
- (注3) ライトトラックとは、ミニバンやSUV(スポーツ・ユーティリティ・ビークル)を含む総量14,000ポンド(約7t)までのトラックの総称。
- (注4) ビッグ3とは、GM、フォード、クライスラーの3社を指す。
- (注5) 格付会社S&P(スタンダード・アンド・プアーズ)によれば、08年11月25日現在、GM、フォードともにCCC+である。なお、S&Pでは、BBB以上が投資適格とされている。
- (注6) GMによれば、ビッグ3が破綻した場合、初年度に300万人が失業する。

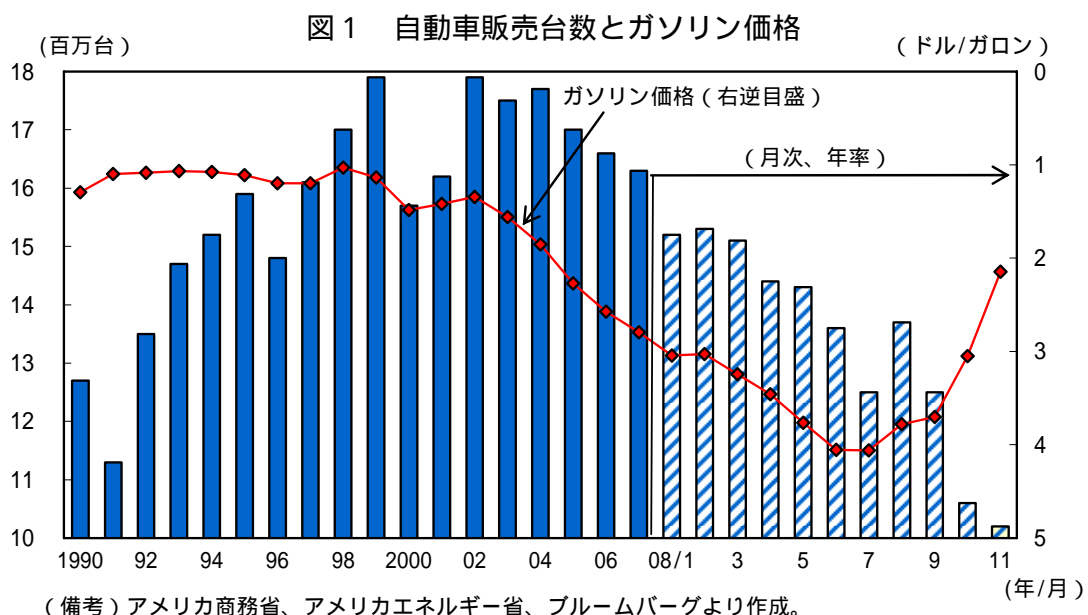


図2 乗用車とライトトラックの販売台数

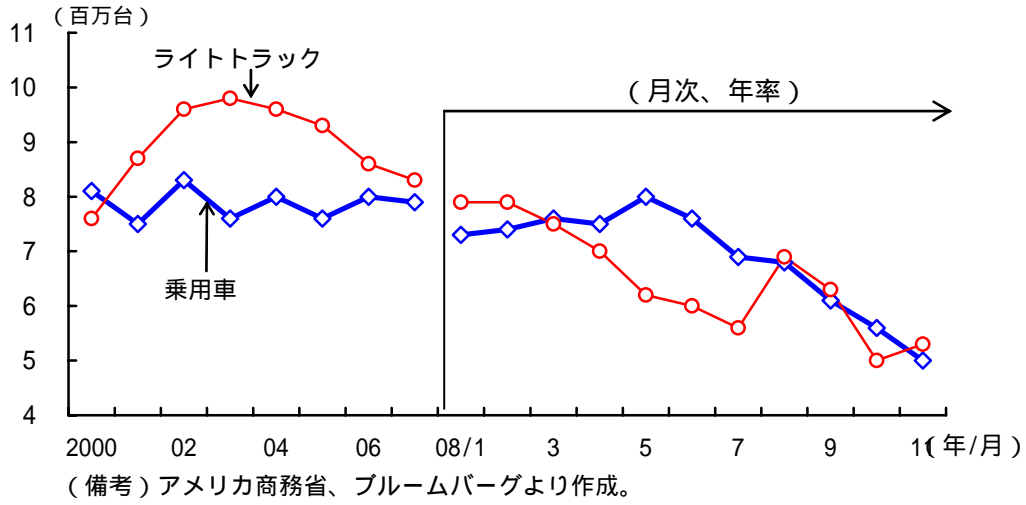


図3 新車販売における自動車ローンの利用割合

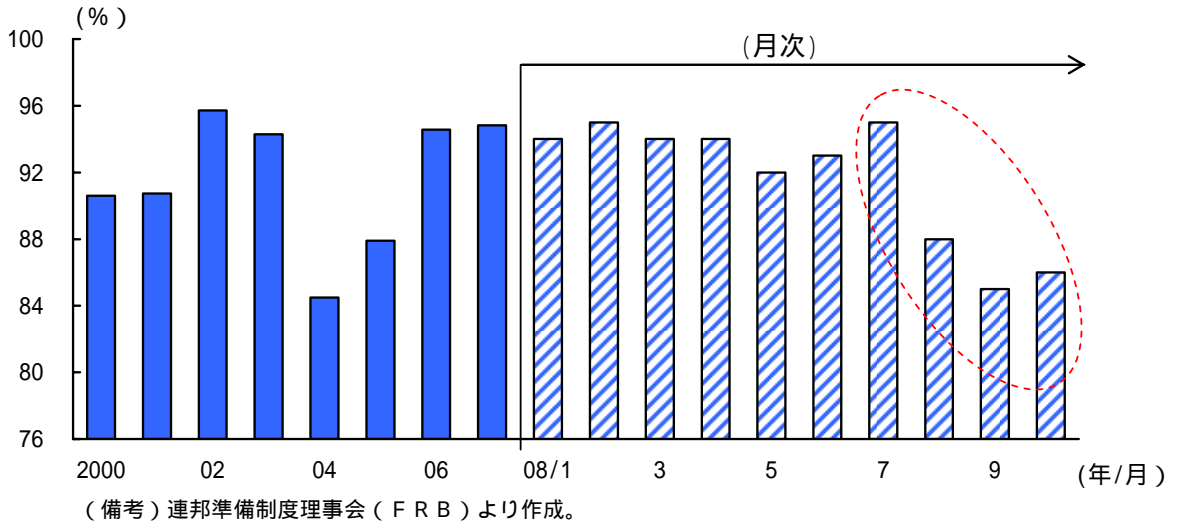
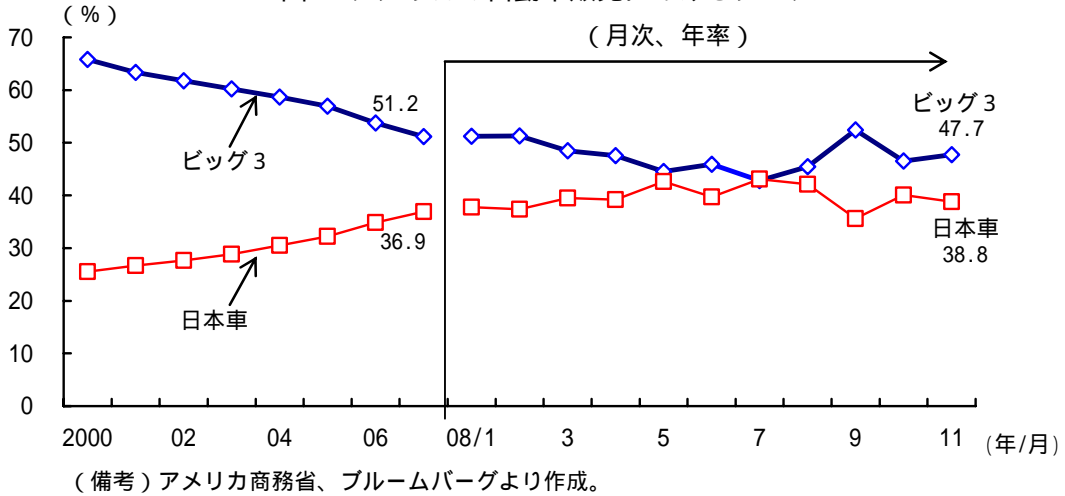


図4 アメリカの自動車販売におけるシェア



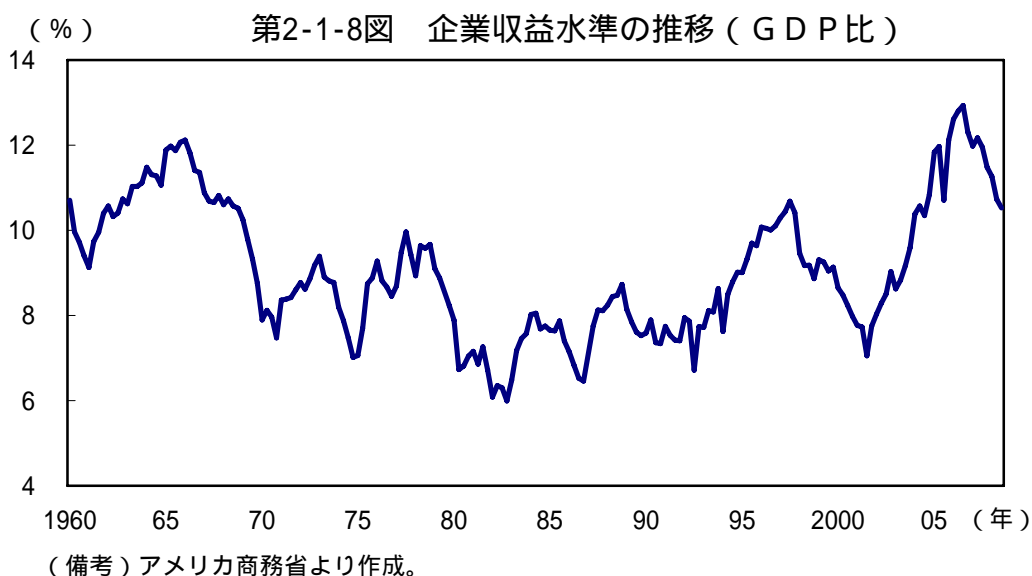
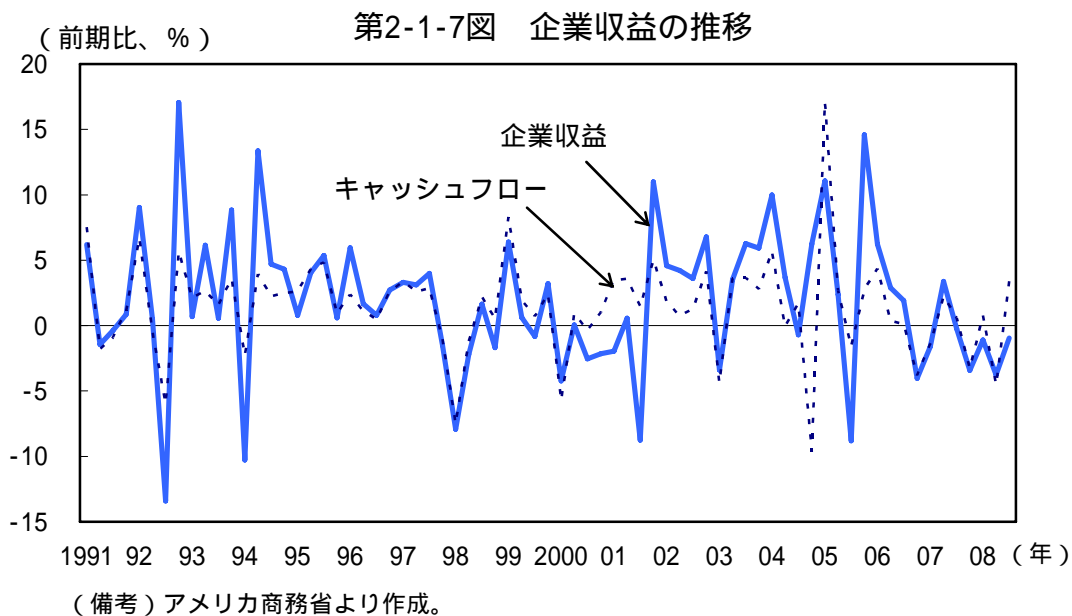
(iii) 企業向け貸出しへの影響

企業が資金調達を行う手段としては、金融機関からの借入れといった間接金融と株式や社債の発行等といった直接金融の二通りがある。非金融企業の債務残高(08年4～6月期)をみると、金融機関等からの借入れ(不動産向け貸出しを除く)と社債・コマーシャル・ペーパー(CP)等の割合は3:4となっており、アメリカにおいては直接金融による資金調達手段の比重がより大きい。

そこで、まず、第1章でもみたように、社債やCPの発行等による資金調達をみると、07年夏以降、サブプライム住宅ローン問題による金融資本市場の混乱によって、そうした手段による資金調達が困難となっており、さらに、08年9月中旬以降の金融危機によって、社債スプレッドが急拡大するとともに、CPの発行残高が急減した(前掲第1-1-9図、第1-1-10図)。特に、CPについては、一時的に機能停止に近い状況に追い込まれたため、FRBがCPの直接的な買取を行う新たな制度(CPFF)が創設された。同制度が開始された10月最終週には、CP発行残高が小幅ながら増加に転じている。企業の投資活動について、GDP統計の民間設備投資をみると、07年以降、08年4～6月期まではプラスを維持したものの、同年7～9月期は前期比年率1.5%と減少した。その要因としては生産の減少に加え、こうした金融危機の影響による社債市場の混乱も影響した可能性がある。

他方、商業銀行における商工業向け貸出しの動向をみると、08年前半までは比較的堅調に推移してきたが、同年7～9月期は前年同期比で前期から伸び率が低下した(前掲第2-1-4図(2))。

企業の収益状況をみると、前期比で5四半期連続のマイナスと低調な動きが続いているものの、その水準については、過去との比較では依然として高水準にある(第2-1-7図、第2-1-8図)。しかしながら、これまでみてきたようなCP発行の減少や金融機関の貸出動向の鈍化は短期的な企業の資金繰りに、さらに、社債発行が困難となっている状況や貸出動向の鈍化は長期的な設備投資計画に影響を与えるなど、実体経済への波及が懸念される。また、こうした資金調達難は、まず、低格付けの中小企業で現れているが、今後、金融資本市場の混乱の継続によって、高格付けの比較的健全な企業にも、遅行して影響が現れる可能性が考えられる。



(3) 今後の見通し

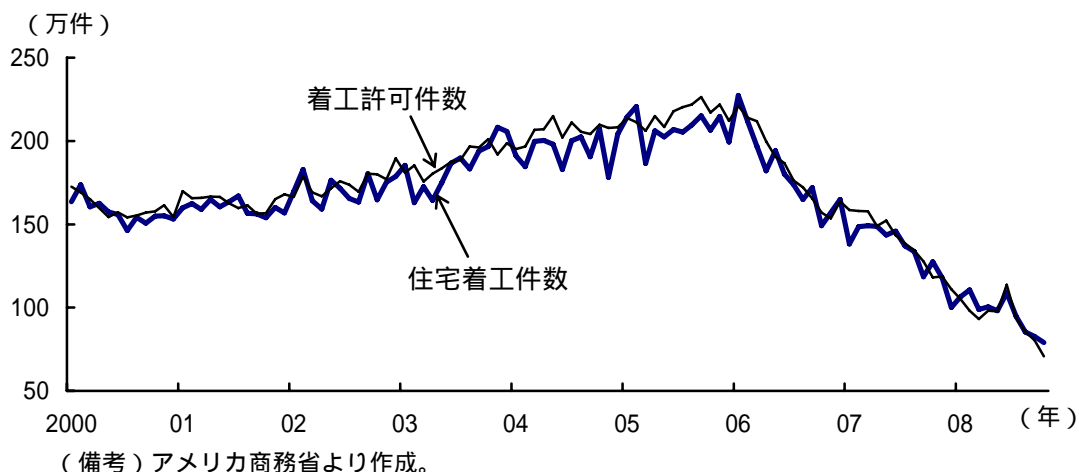
金融機関における貸出態度の厳格化については、既に過去最高の水準に達しており、金融機関が過大なレバレッジを解消するプロセスの中で、今後一層進行する、もしくは、高止まりが続く可能性が十分に考えられる。したがって、現在、貸出態度の厳格化の影響が実際の貸出動向に明確に現れていない分野についても、そうした影響が遅行的に現れることで、今後、家計や企業の活動を大幅に抑制する可能性が高い。このため、金融機関の貸出動向については引き続き注視が必要である。

住宅市場の調整

(1) 低迷する住宅市場の現状

住宅市場では、06年初め以降、3年近くにわたり着工件数が減少を続けるなど、調整が続いている（第2-1-9図）。着工件数の動きをみると、06年1月に73年4月以来最高となる年率227.3万件のピークをつけた後、急速に減少し、08年10月には同79.1万件と、59年の統計開始以来の最低値となった。また、着工の先行指標となる着工許可件数についても、10月には前月比12.0%、前年同期比で40.1%の年率70.8万件と過去最低となり、引き続き減少している。これに伴い、GDP統計における住宅投資は、06年4～6月期以降、10四半期連続で前期比年率二けた台の大幅な減少となっており、この間の実質経済成長率を1%前後押し下げている⁹。

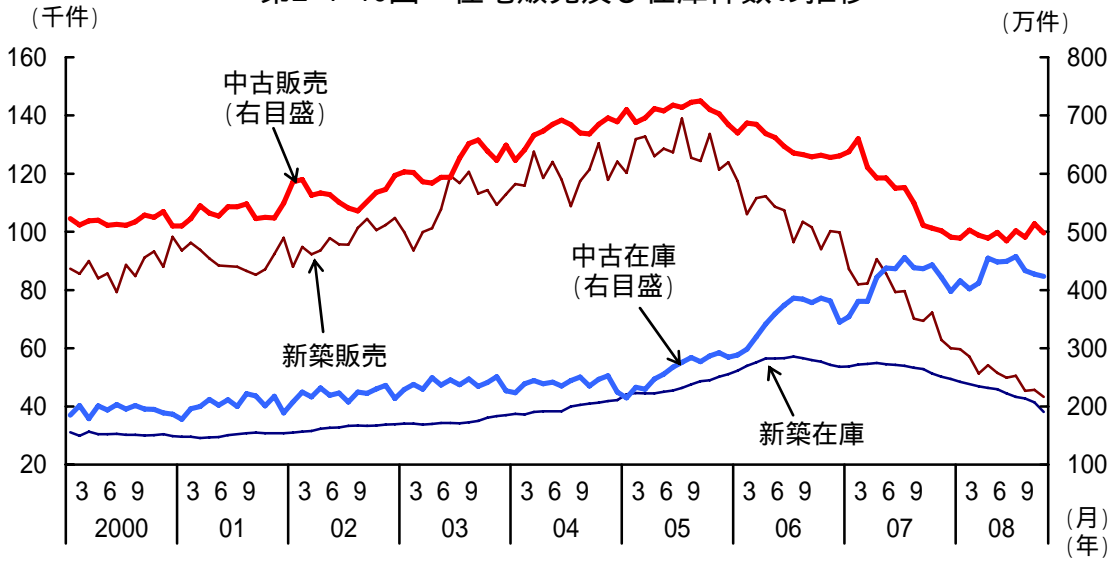
第2-1-9図 住宅着工及び許可件数の推移



住宅建設が低迷している背景としては、05年後半以降の住宅ローン金利の上昇や住宅価格の高騰等により、住宅需要が後退したことから、住宅販売が05年7～9月期をピークに急速に減少し、現在も低迷を続けていることが挙げられる（第2-1-10図）。新築住宅販売件数は、05年7月に年率138.9万件のピークをつけた後、減少に転じた。08年9月には年率46.4万件と、同販売件数はピーク時から約7割近く減少しており、現在も減少傾向にある。また、中古住宅販売をみると、05年9月の年率725万件をピークに08年初めにかけて同490万件前後まで3割以上減少した。その後、同販売件数はほぼ横ばいの状態が続いている。

⁹ なお、GDPに占める住宅投資のウエイトは、住宅ブームの最中にあった05年の5.4%程度から、08年7～9月期には3.0%程度まで低下している。

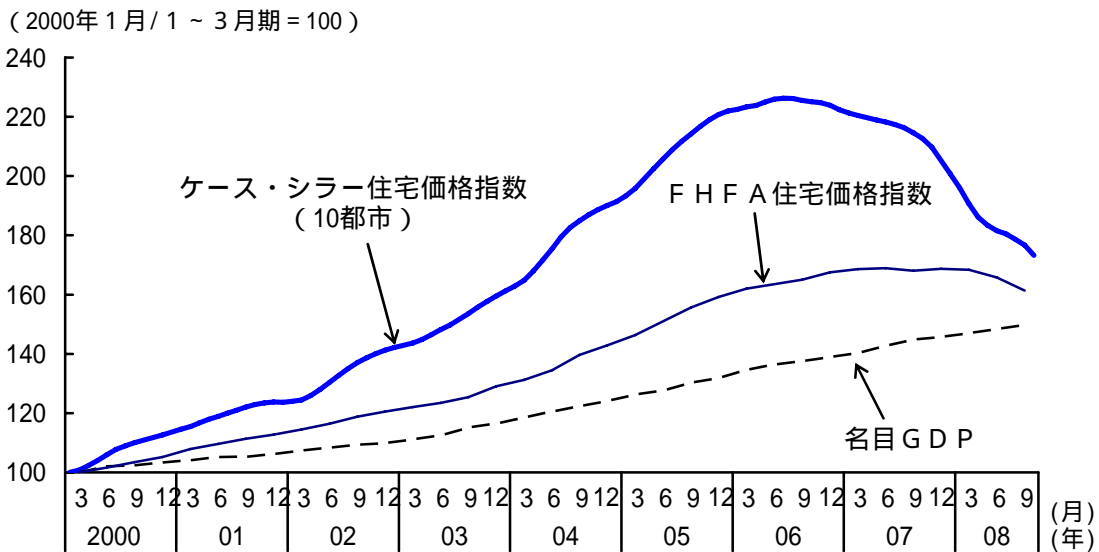
第2-1-10図 住宅販売及び在庫件数の推移



(備考) アメリカ商務省、全米不動産業者協会 (NAR) より作成。

こうした中、2000年以降名目GDPの伸びを大きく上回って上昇した住宅価格は、06年以降下落に転じた(第2-1-11図)。ケース・シラー住宅価格指数(10都市)をみると、06年7月以降下落を続けており、前月比ではこの数か月は1~2%前後の下落となっているものの、前年同月比では、08年9月には18.6%と過去最大の下落幅を更新するなど、下落幅が拡大している。また、水準でも、同価格指数はピーク時から約23%下落している。さらに、より広範な地域を対象とするFHFA住宅価格指数も、08年1~3月期に75年の統計開始以来初めてとなる前年同期比でのマイナスを記録し、同7~9月期には4.0%と更にマイナス幅を拡大させている。

第2-1-11図 住宅価格の推移



(備考) S & P (スタンダード・アンド・プアーズ) 社、連邦住宅金融庁 (FHFA)、アメリカ商務省より作成。

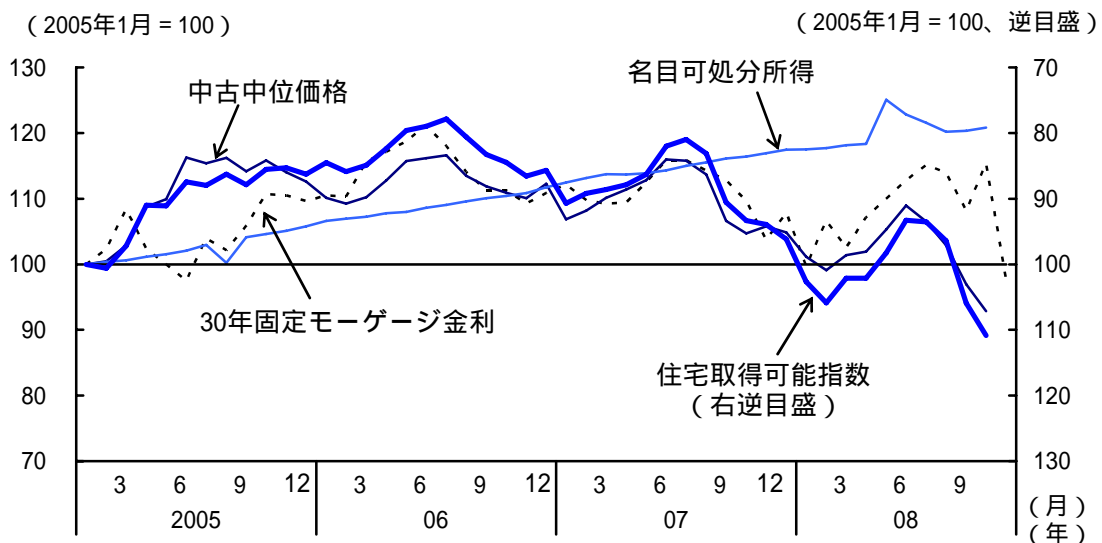
(2) 住宅市場の今後の見通し

このように、住宅市場では住宅投資の減少と住宅価格の下落が続いているが、こうした住宅市場の調整はいつまで続くのであろうか。今後の住宅市場について、需要と供給の両面からみていくことにする。

まず、需要面について、住宅価格、住宅ローン金利及び所得から家計の住宅の入手しやすさを表す住宅取得可能指数の推移をみると、08年初めから08年半ばにかけていったん低下したものの、10月時点では、住宅ローン金利が低下した90年代中頃の水準まで上昇しており、取得環境には改善がみられる(第2-1-12図)。今後についても、景気後退により実質所得の改善は考えにくいものの、住宅価格は更に下落するとみられることから、住宅金利の動向次第では、更なる住宅取得環境の改善が見込まれる。11月末には、FRBが最大5,000億ドルのGSE(政府支援機関)が保証する住宅ローン担保証券(MBS)の買取り及び最大1,000億ドルのGSE債の債務引受けを決定したことで、住宅ローン金利が急激に低下しており、住宅ローンの申請件数増加につながっている。

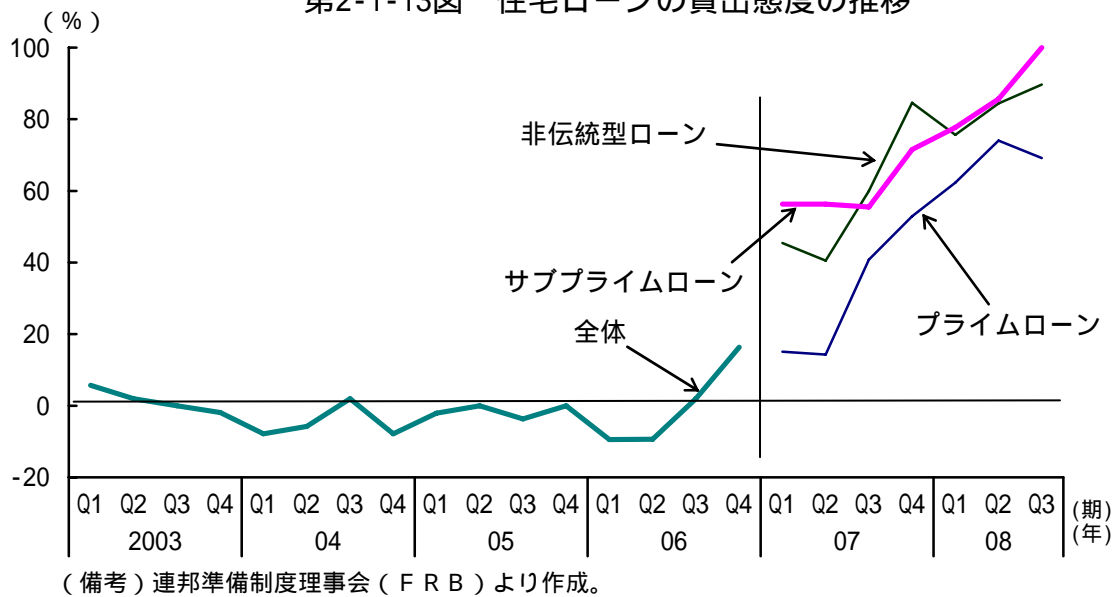
ただし、金融機関における住宅ローンの貸出態度は、06年半ば以降厳格化が進んでいる(第2-1-13図)。金融危機が発生した08年9月以降は、金融機関が貸出態度を更に厳格化し、貸出しを縮小する動きが強くなっている可能性が高い。このため、住宅取得可能指数が上昇したとしても、家計の実際の住宅取得は、資金面から制約されると考えられる。

第2-1-12図 住宅取得可能指数及びその構成要因の推移



(備考) アメリカ商務省、全米不動産業者協会(NAR)、全米抵当銀行協会(MBA)より作成。

第2-1-13図 住宅ローンの貸出態度の推移



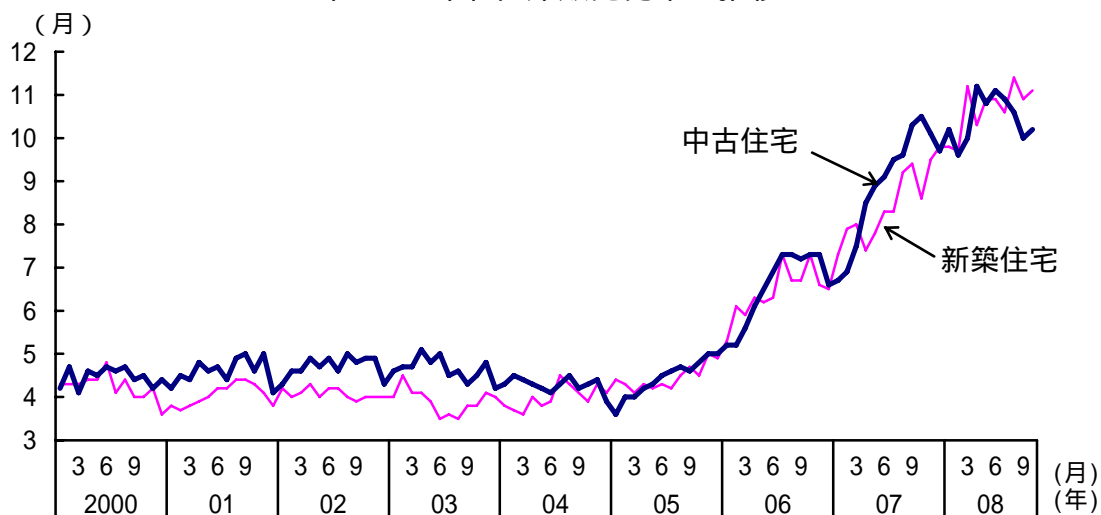
一方、供給面について、住宅在庫の動向をみると、在庫販売比率は4～5か月分が通常の水準¹⁰と言われているが、08年10月には新築が11.1か月分、中古が10.2か月分と、ともに極めて高い水準にある(第2-1-14図)。ただし、在庫件数自体をみると、新築と中古の間でその傾向は大きく異なっている。新築については、06年前半をピークに着工件数が減少しているため、10月時点において、在庫は既に04年前半の水準まで低下してきている。一方、中古については、05年半ば以降、在庫が積み上がっていく傾向が続いている。サブプライム住宅ローンの多くは、当初2、3年は低い固定金利で、その後より高い金利へとリセット(再設定)されるもの(ハイブリッド変動金利型)が多い。固定金利期間に担保住宅の価格が上昇すれば、値上がり分を担保としてより良い条件のローンに借り換えることが可能であった。しかしながら、住宅価格が下落している局面ではリセット時期を迎えた物件の借換えが困難となり、リセット後にローン債務の延滞に至る例が多いことから延滞率が上昇し、その結果、急増した差押え物件が中古住宅市場に流入し続けている¹¹。足元の住宅市場では、こうした在庫の積み上がりに伴う需給バランスの悪化が、住宅価格を更に下落させ、サブプライム住宅ローン以外

¹⁰ NAR(全米不動産業者協会)は、通常在庫販売比率を約4～5か月分としている。これは、在庫販売比率の水準が安定的に推移していた90年代後半～05年の平均(新築4.1か月分、中古4.6か月分)程度に相当している。なお、新築は80年4月の11.6か月分、中古は08年4、7月の11.2か月分が、統計開始(新築63年、中古99年)以来の最高値である。

¹¹ NARは、最近では中古販売の35～40%を差押物件等が占めており、その多くが割引価格で売却されるため、中古中位価格を押し下げているとしている。

のローンも含めて延滞率の上昇や住宅差押えの増加を招いており、差押えの増加が更に需給バランスを悪化させるという悪循環に陥っている。

第2-1-14図 在庫販売比率の推移

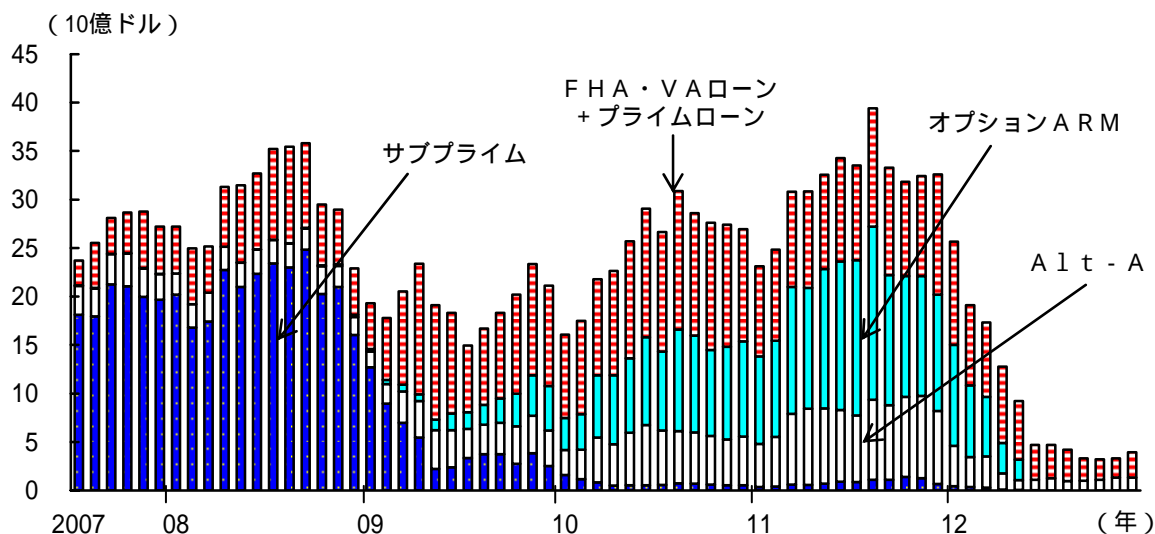


(備考) 1. 全米不動産業者協会 (NAR)、アメリカ商務省より作成。
 2. 在庫販売比率とは、住宅が追加供給されないと仮定した場合に、現在の住宅販売に対して何か月分の住宅在庫があるかを示す指標である。

今後についても、中古市場が住宅市場の9割以上を占めていることから、差押物件の動向が焦点になると考えられる。差押件数については、金利のリセット時期を迎えるサブプライム住宅ローンの総額が09年年初めまでは高い水準を維持するとみられているため、それまでは増加が続くものと見込まれる(第2-1-15図)。しかし、07年以降はサブプライムローンの組成が急減し、それに伴って09年以降のサブプライム住宅ローンのリセット額も急減するとみられていることから、新規の差押物件が減少することにより、中古市場の在庫販売比率が徐々に低下し、そうした影響が新築市場にも波及することで、着工の下げ止まりにつながっていくと考えられる。なお、着工件数についての見通しは各機関で異なっているものの、底入れ時期については、おおむね09年半ば頃と見込まれている¹²。しかし、今後、アメリカの景気後退が長期化、深刻化することとなった場合、更なる住宅ローン延滞率の上昇や住宅需要の減少によって住宅市場の調整が長期化し、住宅着工の底入れが見通しより更に遅れる可能性もある。

¹² 住宅着工の底入れの時期と件数について、MBA(全米抵当銀行協会)は09年第2四半期で76.8万件、フレディ・マック(連邦住宅貸付公社)は09年第1、2四半期で75万件、NARは09年第3四半期で76.9万件、大手民間投資銀行は09年第3四半期で59.0万件としている(08年11月末現在)。

第2-1-15図 ハイブリッド変動金利型ローンの金利リセット



- (備考) 1. 国際通貨基金 (IMF) より作成。
 2. それぞれ当月に金利見直し時期を迎えるハイブリッド変動金利型ローンの総額を示している。ローン契約後一回目の金利リセットのみをカウントしている。
 3. オプションARM (Option Adjustable Rate Mortgage) とは、元本の返済期間や、支払い利息を経過利息か経過利息未済にするかなど、月々の返済方法を選択できる変動金利型ローンのこと。

一方、住宅価格については、住宅着工に対して若干のタイムラグを伴うことから、今回も着工の底入れより遅れて下げ止まるとみられる¹³。また、ケース・シラー住宅価格の先物指数は、取引数が少なく、ある程度の幅をもって見る必要があるものの、08年12月上旬時点で、住宅価格の底入れ時期は10年11月となっている。

コラム 2-2：住宅市場における地域差

日本の25倍の面積を持つアメリカでは、経済における地域的特性が強く、住宅市場の動向も地域により大きく異なっている。まず、住宅価格について、ケース・シラー住宅価格指数をみると、20都市平均ではピーク時から足元で20%以上下落しているが、都市別にみると南部のフロリダや西部のカリフォルニア、ネバダ州等と、中西部のオハイオ、ミシガン州等では大きな違いが認められる(図1)。これを各都市が所属する州の可処分所得の伸びと比較すると、2000年以降、前者は価格の伸びが所得の伸びを著しく上回っており、

¹³ 例えば、91年1月に着工件数が底をつけた際には、ケース・シラー住宅価格指数(10都市)は3か月遅れて同年4月に下げ止まっている。また、MBAは、着工や販売が大きく改善しても、供給状況を考慮すると価格の下落はしばらく続くとしている(MBA(2008))。

家計の所得状況と大きくかい離した住宅価格の高騰、すなわちバブルが発生していたことが分かる。一方、後者については、住宅価格の伸びは所得の伸びと同程度にとどまり、06年に入ると価格指数は低下している。

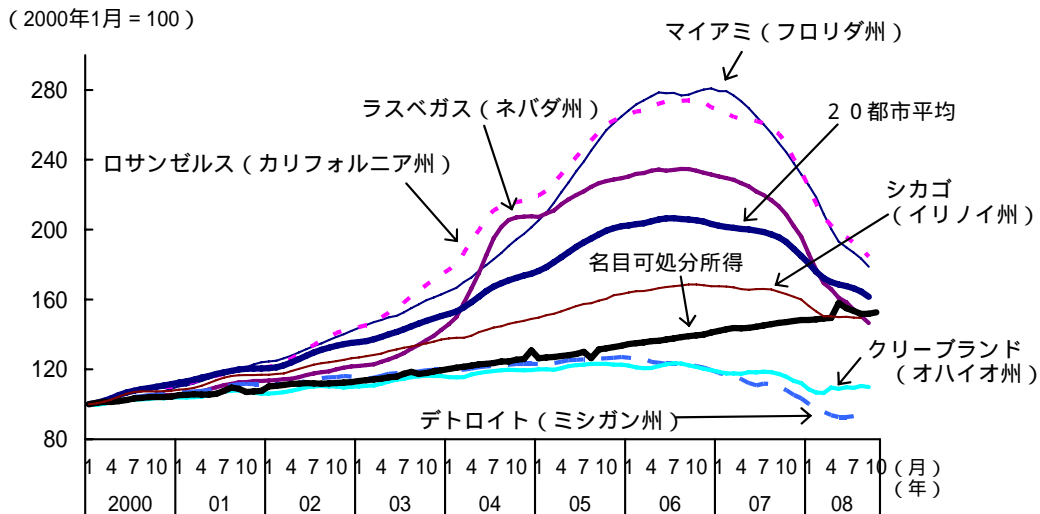
また、サブプライム住宅ローンを中心にローン延滞率が上昇し、住宅の差押えが増加しているが、特に西部のカリフォルニア州やネバダ州周辺及び南部のフロリダ州周辺で差押え比率が非常に高い水準となっており、南部及び西部における差押件数が、全米の約75%を占めている(表2、図3)。また、中西部のミシガン州やイリノイ州等の五大湖周辺においても差押比率は高水準となっており、オハイオ、ミシガン、イリノイの3州で約12%を占めている。

このように、各地域において住宅の差押えが増加しているものの、そこに至るまでのプロセスは異なっていると考えられる。すなわち、南部及び西部においては、住宅価格上昇期に急拡大した住宅ローンが、その後の大幅な住宅価格の下落に伴ってサブプライム住宅ローンを中心に大量に債務不履行に陥ったものとみられる。他方、中西部の五大湖周辺地域では、2000~07年の州別の経済成長率が全米平均を下回っており、地域経済の低迷や06年初めからの継続的な住宅価格の下落によって延滞率が上昇したと考えられる。

なお、ここ数か月において中古中位価格の下落幅が比較的大きくなっている西部地域では、住宅取得可能指数が08年8月以降、家計がローンを組む際の基準となる100を超える水準にまで回復し、中古住宅販売が前年同期比で08年7月に増加に転じた後、9月、10月には30%を超える高い伸びをみせている(図4)。この背景には、西部では住宅価格の急速な下落により、価格に値ごろ感が出てきたため、足元の需要が回復してきていることが考えられる。また、その他の地域においても、中古販売の前年同月比はここ数か月で減少幅が縮小したり、増加に転じたりと、下げ止まりの様相を呈している。

このように、アメリカの住宅市場の動向は地域によって大きく異なっており、市場における変化の兆候をつかむためには、地域別の動向を把握することが重要である。特に、南部は着工件数で全米の50%以上を占めるなどウェイトが大きいことから、南部の住宅市場の動向は全米の動向を大きく左右するといえる。

図1 地域別ケース・シラー住宅価格指数と名目可処分所得の推移



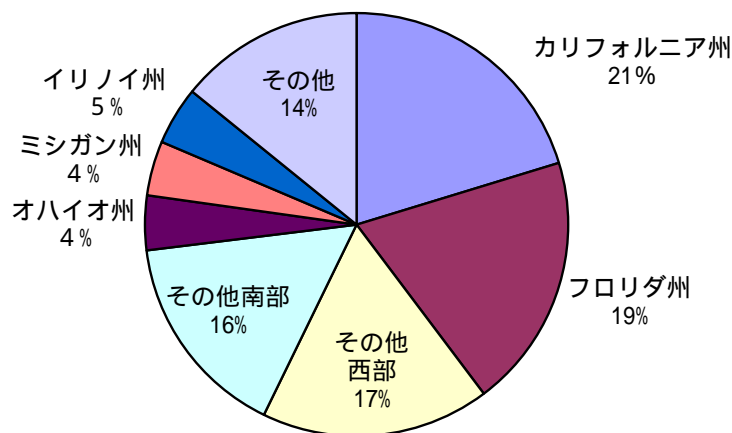
(備考) S & P (スタンダード・アンド・プアーズ) 社、アメリカ商務省より作成。

表2 各州における住宅市場動向及び経済状況

地域	州	都市	各州の 千件当たり 差押件数	ケース・シラー住宅価格指数		各州経済成長率 (2000~07年)
				ピーク	ピークから08年 9月までの減少率	
南部	フロリダ州	マイアミ	6.4 (3)	280.9	-36.4%	3.8%
西部	カリフォルニア州	ロサンゼルス	4.3 (4)	273.9	-32.6%	3.3%
	ネバダ州	ラスベガス	13.5 (1)	234.8	-37.6%	4.9%
	アリゾナ州	フェニックス	6.7 (2)	227.4	-38.5%	4.6%
中西部	オハイオ州	クリーブランド	2.4 (10)	123.5	-11.0%	0.7%
	ミシガン州	デトロイト	2.5 (7)	127.1	-29.0%	-0.1%
	イリノイ州	シカゴ	2.4 (9)	168.6	-12.3%	1.5%
北東部	マサチューセッツ州	ボストン	1.3 (21)	182.5	-11.8%	2.3%
全米平均			2.2	206.5	-21.8%	2.5%

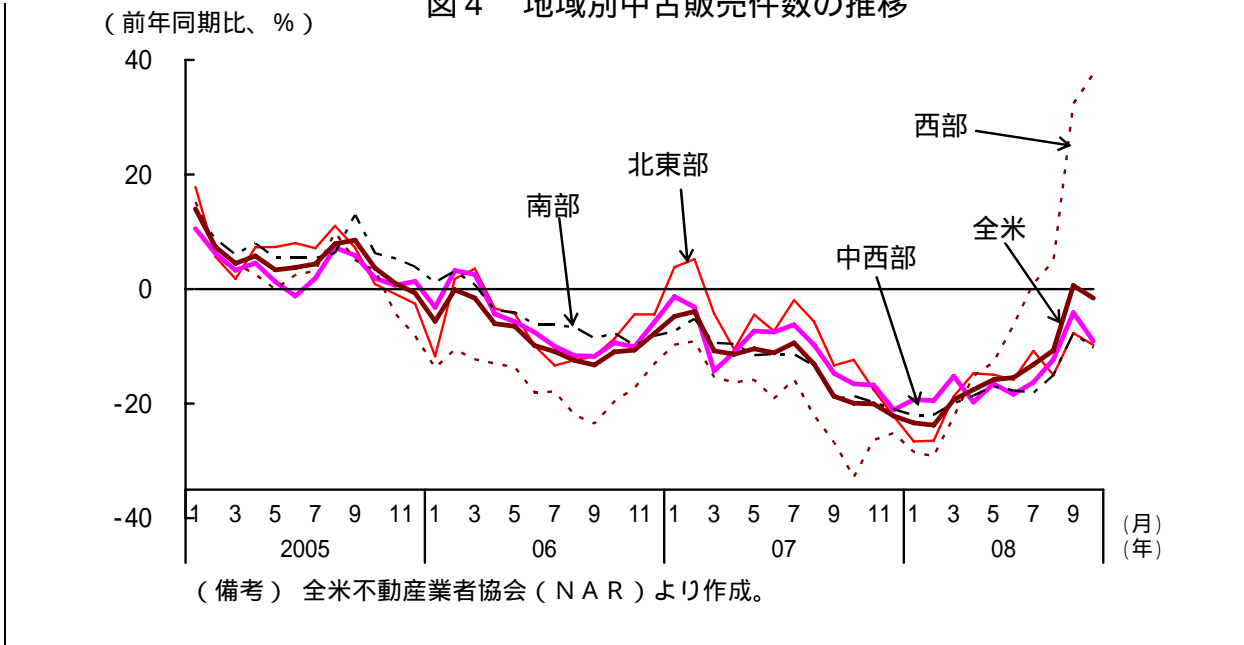
(備考) 1. S & P (スタンダード・アンド・プアーズ) 社、リアルティ・トラック社、アメリカ商務省より作成。
2. 表中のカッコ内は、全米における各州の差押比率の高い順位。
3. 全米平均欄のケース・シラー住宅価格指数は20都市平均。

図3 全米における州別差押件数の割合



(備考) リアルティ・トラック社より作成。

図4 地域別中古販売件数の推移



悪化が続く雇用情勢

金融危機が实体经济に波及し景気が後退している状況は、景気の一致指数である非農業部門雇用者数（以下、「雇用者数」という。）の動きに端的に表れている（第2-1-16図）。雇用者数は、月平均で04年17.3万人増、05年21.1万人増、06年17.5万人増と04年から06年まで堅調に増加してきたが、07年半ば以降増加のテンポが緩やかになり、08年に入り減少に転じ年初来累計で191万人の減少となった。1～8月は月平均8.2万人の緩やかな減少であったが、金融危機が深刻化してきた9月～11月の3か月では、月平均42.5万人の減少となり、年初からの減少のうち約3分の2を占めている。また、08年11月の53.3万人の減少は、第一次オイルショック後の景気後退局面である74年12月の60.2万人以来の大幅減少であった。

産業別にみても、06年半ばから07年までは、製造業や建設業といった生産部門における雇用の減少を専門サービス¹⁴、教育・医療等のサービス部門の増加が補う形で全体として増加してきた。08年に入り製造業や建設業の減少が拡大するとともに、専門サービスが減少に転じるなどサービス部門にも雇用者数の減少が波及してきており、08年6月以降にはサービス部門全体として雇用者数の減少が拡大してきている（第2-1-17図）。

¹⁴ 専門サービスには、法律サービス業、会計サービス業、建築エンジニア、システム・エンジニア、人材派遣等が含まれる。

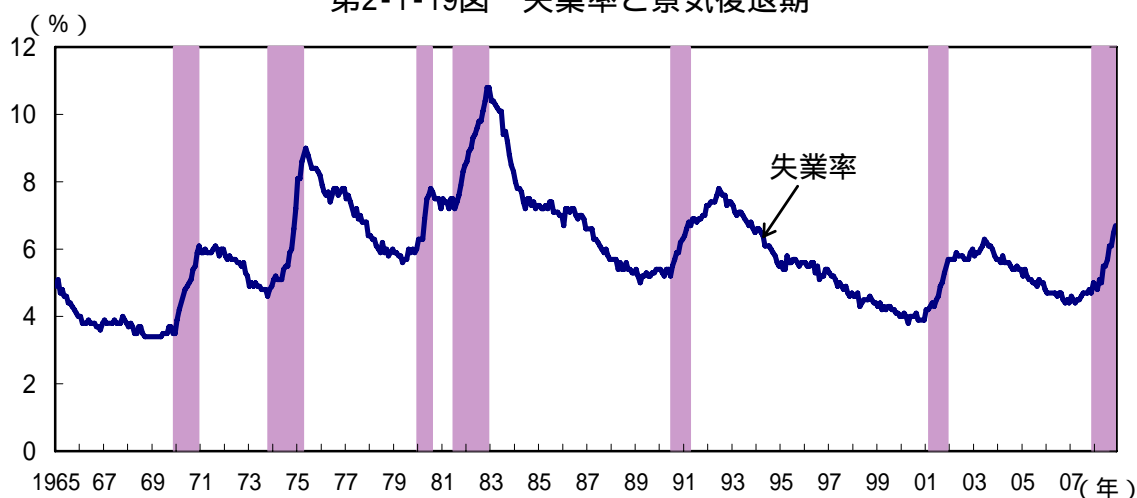
第2-1-18表 減少が大きい分野の雇用者数の変動

分野	07年12月からの減少幅 (万人)	07年12月の雇用者数 (万人)	減少率
金融	14	825.2	1.7%
建設	51	746.5	6.9%
小売	44	1548.8	2.9%
自動車・同部品製造	13	96.3	14.0%

(備考) アメリカ労働省より作成。

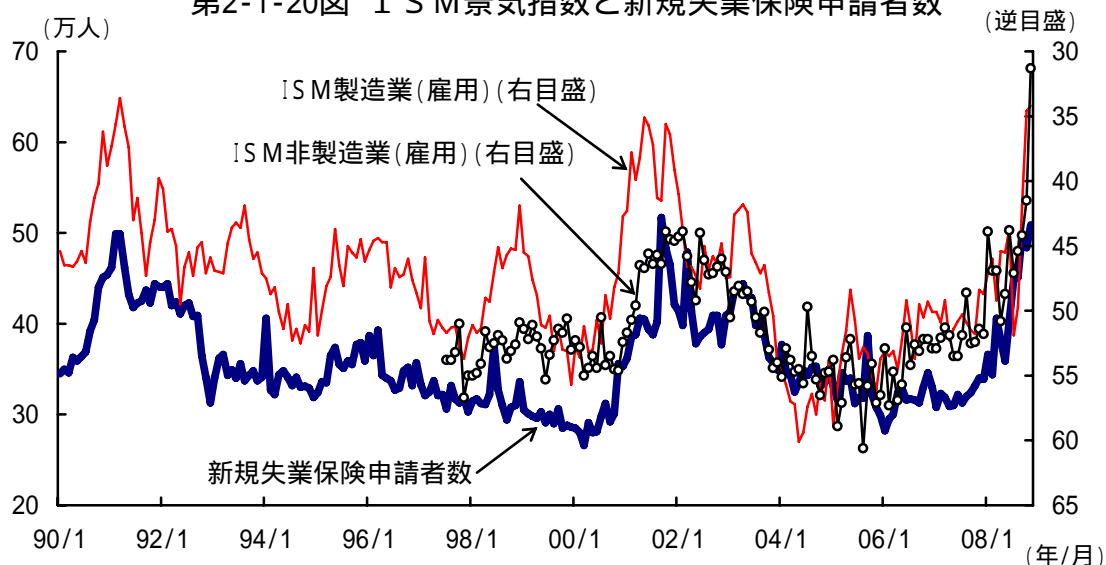
失業率については、07年はおおむね4%台後半で推移していたが、08年に入って急速に悪化した。08年11月には6.7%まで上昇し、およそ5年半ぶりにITバブル崩壊後のピークである6.3%を上回り、93年10月の6.8%以来の高水準になっている。今回の景気後退期(07年12月以降)の失業率の上昇速度を過去の景気後退期と比較すると、ITバブル崩壊後(01年3月~11月)より速く、S&L危機(90年7月~91年3月)の上昇速度に迫りつつある(第2-1-19図)。また、雇用の先行指標である新規失業保険申請者数が、08年半ば頃から景気後退入りを示唆する週あたり40万人を超えるようになり、11月には50万人をも上回り、ITバブル崩壊後やS&L危機とほぼ同水準まで悪化している(第2-1-20図)。さらに、同じく先行指標であり、企業マインドの指標であるISM製造業・非製造業景気指数の雇用指標をみると、08年11月には製造業指数は91年3月以来の34.2、非製造業指数は97年7月の統計開始以来最低の31.3となった。

第2-1-19図 失業率と景気後退期



(備考) 1. アメリカ労働省、全米経済研究所(NBER)より作成。
2. 網掛け部分は、景気循環の山から谷に当たる期間。

第2-1-20図 I S M景気指数と新規失業保険申請者数



(備考) 1. 全米供給管理協会 (I S M)、アメリカ労働省より作成。
2. 新規失業保険申請者数は、月平均。

以上のように、雇用関連の指標は80年代や90年代の景気後退期に匹敵、あるいはそれ以上の水準まで急速に悪化しており、人員削減計画を予定している企業も少なくないなど、今後一段と金融危機の影響が实体经济に及ぶと考えられる。このため、労働市場の更なる悪化とその長期化が懸念される。

減少に転じた個人消費

以上でみてきたような金融危機の影響、住宅市場の調整及び雇用情勢の悪化は、いずれも、個人消費の動向に影響を与えている。

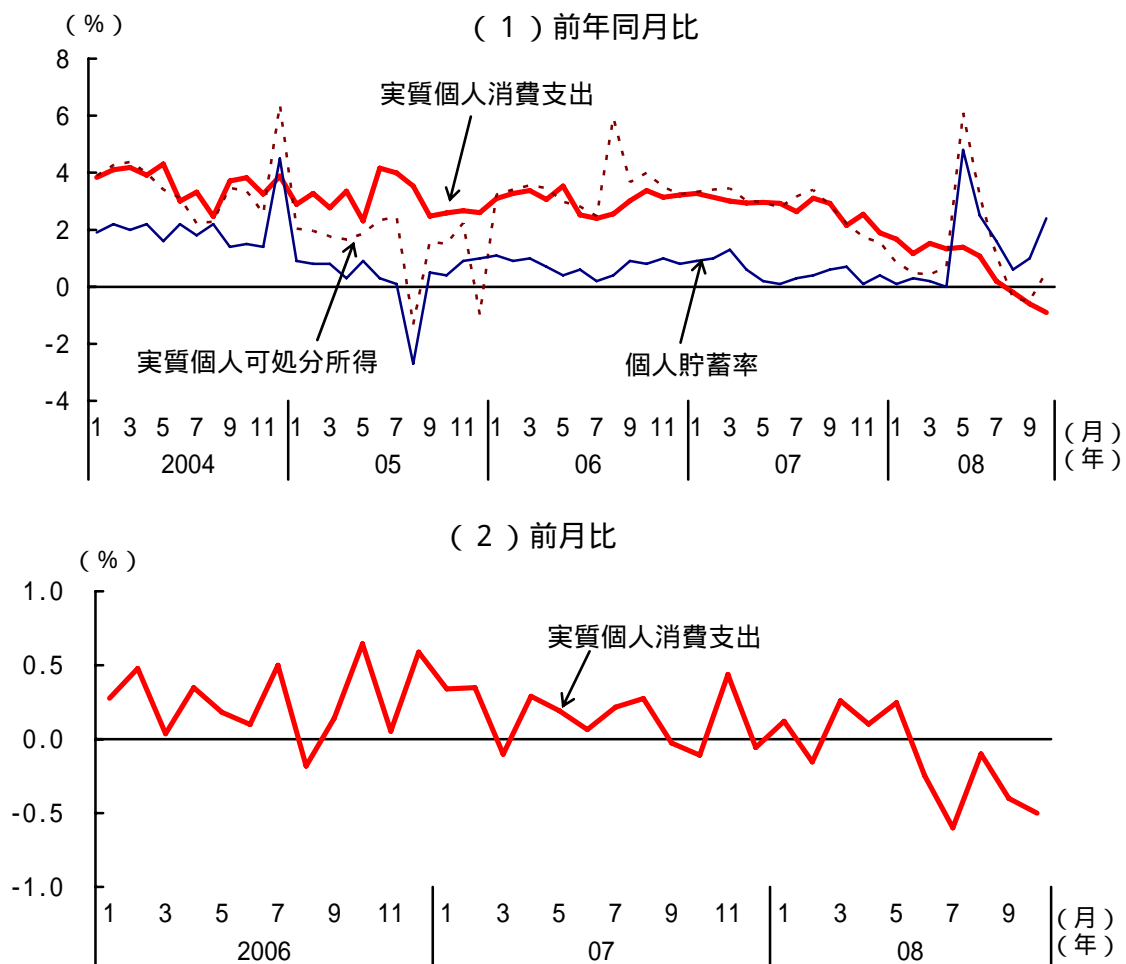
(1) 個人消費の動向

個人消費は、アメリカ経済が減速し始めた06年後半以降、景気を下支える役割を果たしてきた¹⁵。しかし、07年末以降は、雇用情勢の悪化に加えて、エネルギーや食料品価格の上昇が加速したため、実質可処分所得が伸び悩み、個人消費の伸びは減速した。08年春頃には、緊急経済対策法に基づく個人への戻し減税措置が、実質可処分所得を一時的に押し上げ、個人消費を下支えしたとみられる。しかし、その後は、失業率の上昇や雇用者数の減少が大幅になるなど雇用情勢の悪化が深刻化していることに加え、戻し減税による効果のはく落もあり、個人消費は、前月比で見ると、6月以降はマイナスの伸びとなっている(第2-1-21図)。このため、08年7～9月期のG D

¹⁵ 個人消費支出は、06年7～9月期から07年7～9月期までの平均で、実質経済成長率に前期比年率2%ポイント程度寄与した。

P統計における実質個人消費支出は、前期比年率 3.7%となり、91年10~12月期以来、約17年ぶりの減少となった。

第2-1-21図 実質個人消費、実質可処分所得、個人貯蓄率の推移



(備考) アメリカ商務省より作成。

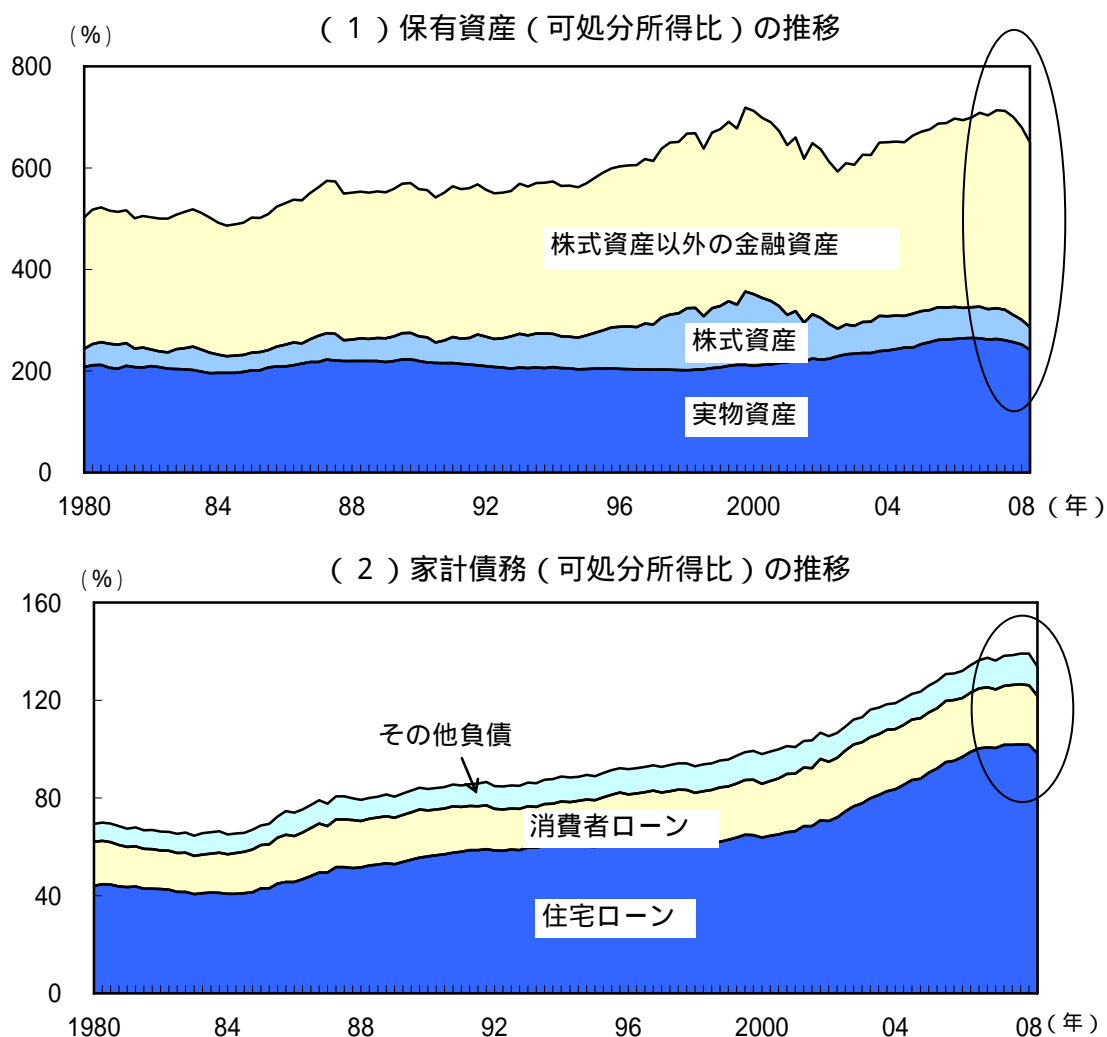
(2) 逆資産効果による影響

こうした個人消費の減少の背景には、急速に悪化している所得・雇用環境の影響が大きいとみられるが、その他にも、金融危機の影響に伴う信用収縮によって貸出制約に直面している可能性や、住宅市場の調整に伴う住宅価格の低下や株価下落による逆資産効果の影響を受けていることも考えられる。

逆資産効果に関連して、家計のバランスシート状況をみると、家計の保有資産残高(可処分所得比)は、住宅価格の低下や株価の下落の影響等を受け、07年7~9月期以降減少に転じている(第2-1-22図(1))。内訳をみると、住宅等不動産が約8割を占める実物資産については、2000年代に入ってから

の住宅ブームに伴い増加したが、07年7～9月期以降減少に転じている。また、家計の株式保有額については、01年のITバブル崩壊後の景気回復局面以降、株価の上昇を背景に緩やかに増加してきたが、株価がピークをつけた07年7～9月期以降は減少に転じており、08年4～6月期までに20%程度（約1兆2,600億ドル）減少している。こうした家計が保有する資産残高の減少は、逆資産効果を通じて、個人消費の減少の一因になっているとみられる。

第2-1-22図 家計のバランスシートの状況

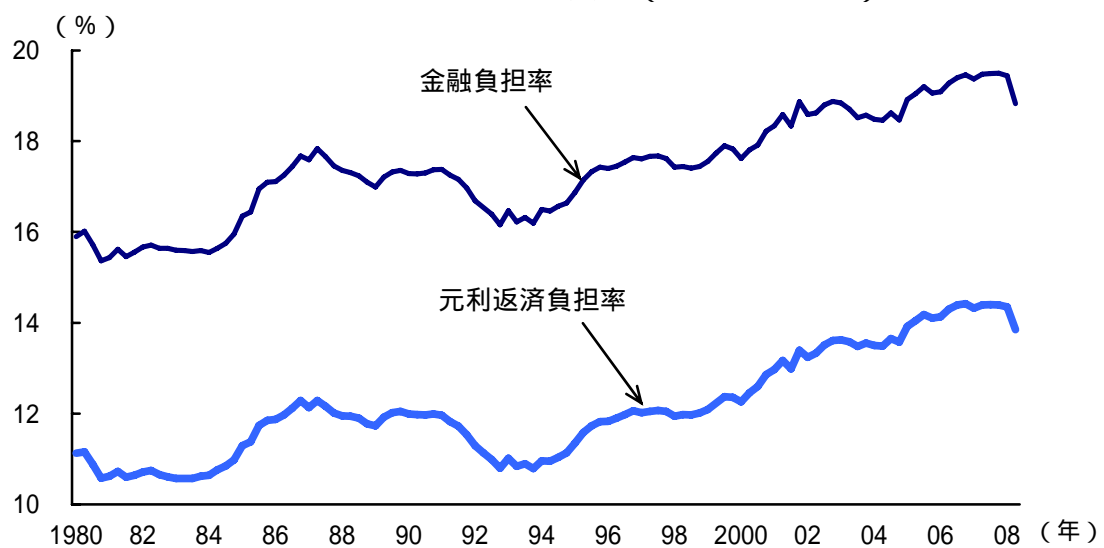


（備考）連邦準備制度理事会（FRB）より作成。

一方、家計の債務残高（可処分所得比）は、2000年代以降の住宅ローンの急増や、消費者信用残高の増加により上昇を続けてきたが、08年1～3月期をピークに減少に転じている（第2-1-22図（2））。こうした背景には、金

融機関が貸出態度を厳格化していることに加え、家計の債務残高が可処分所得比で 130%～140%程度（80年代平均と比較して約2倍）と相当高い水準にまで上昇していたことがある。保有資産の残高が減少する中で、債務負担感の増大を背景に、家計が自ら借入を抑制することなどによりバランスシート調整を行っていることが考えられる。家計の元利返済負担の可処分所得比率をみると、過去最高水準の14%程度と、依然として高い水準にあり、債務負担感の増加から家計の消費は今後更に抑制される可能性がある（第2-1-23図）。

第2-1-23図 家計の元利返済負担（可処分所得比）等の推移



(備考) 1. 連邦準備制度理事会(FRB)より作成。
 2. 「金融負担」とは、元利返済負担(住宅ローン、自動車ローン等)に家賃、住宅保険、固定資産税等を加えたもの。

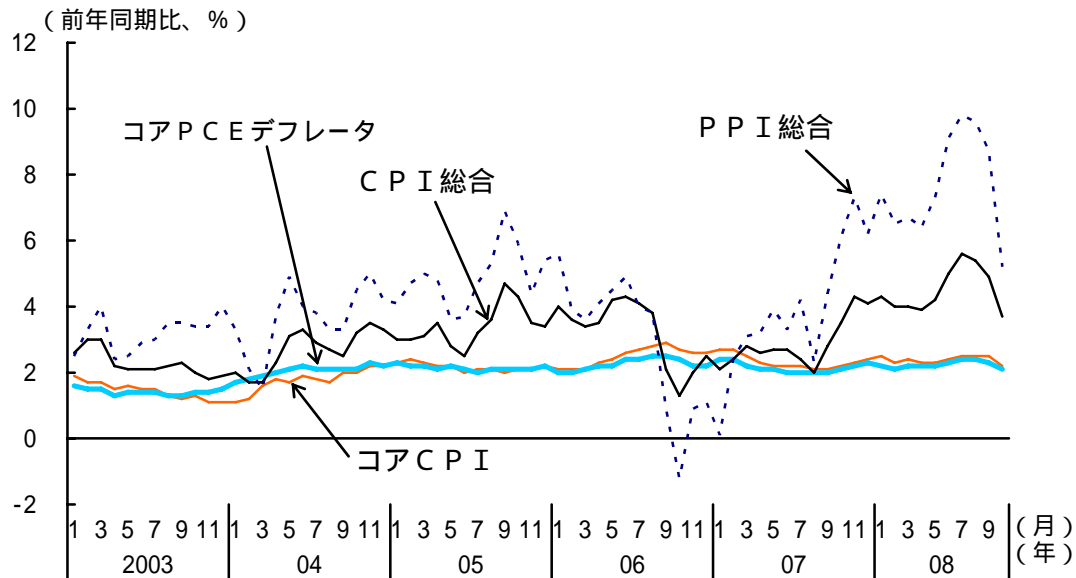
(3) 物価による影響

一方、ガソリン価格や食料品価格の高騰は、これまで家計の實質可処分所得の減少を通じて消費の下押し圧力となっていたが、08年夏頃をピークに原油等の商品価格が急落したことによって、今後は、逆に實質可処分所得を押し上げるものと考えられる。個人消費を取り巻く環境にマイナス要因が多い中で、商品価格の下落はそうしたマイナス要因を幾分相殺し得ることが見込まれる。

原油価格の動向について、WTI(ウエスト・テキサス・インターミディエイト)先物価格でみると、08年1月には1バレル当たり100ドルに達し、同年7月には、一時、過去最高水準となる同147ドルまで上昇した(前掲第

1-2-6 図)。こうした原油等の商品価格の高騰のため、07 年秋以降、消費者物価や生産者物価の上昇率は比較的高い水準(前者で 07 年 10 月から 1 年間の平均で前年同月比約 4.4%、後者で同約 7.6%)で推移した(第 2-1-24 図)。

第2-1-24図 物価指標の動き



(備考) アメリカ労働省、商務省より作成。

しかし、その後、原油価格は、世界経済の減速による原油需要の後退観測等から、7 月半ばをピークに急速に低下し、12 月初めには、1 バレル当たり 40 ドル台まで低下している。穀物等の商品価格も同様に低下しており、こうした原油価格等の下落に加え、実体経済も後退局面に入ったことなどから、先行きにおいてインフレが上振れするリスクは低下したと考えられる。08 年 10 月の消費者物価や生産者物価の上昇率(前年同期比)をみても、いまだ高い水準にはあるものの、上昇率は低下している(前者で 3.7%、後者で 5.2%)。

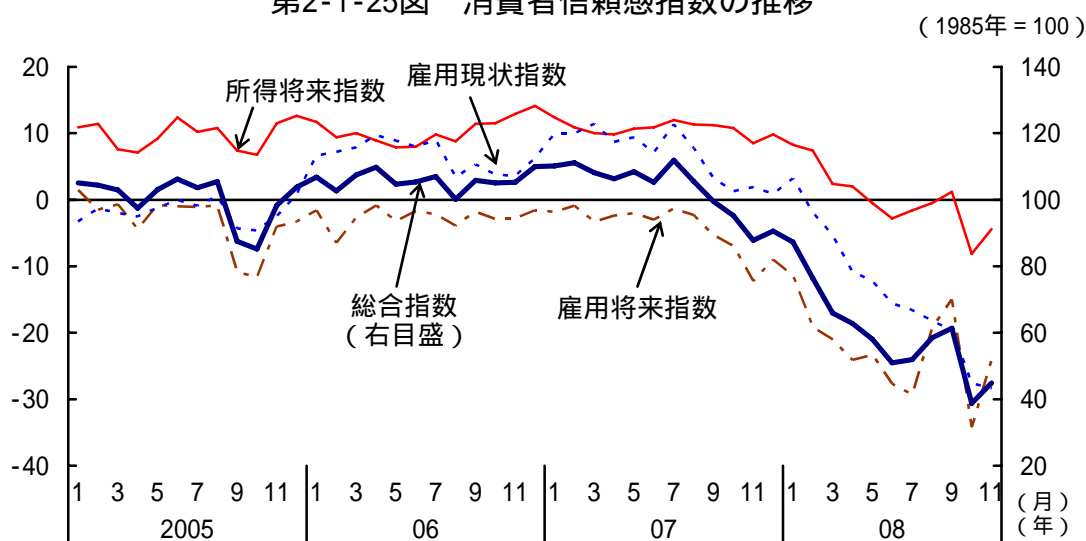
さらに、総合指数からエネルギー価格等を除いたコア物価について、コア PCE(個人消費支出)デフレータの動きをみると、07 年 10 月以降、FRB(連邦準備制度理事会)が望ましい物価状態の上限としているとされる前年比 2%を上回って推移している。ただし、景気後退の進行に伴う需要低迷等によって、今後はコア物価上昇率についても、遅行的に下落してくることが見込まれる。

原油等の商品価格はボラティリティが高いことなどから、先行きの見通し

には不確実な部分も多い点には注意が必要であるものの、7月中旬以降のエネルギー価格の急落が消費者物価の低下につながることで、今後、個人消費にプラスの影響を与えることが期待される。

以上、個人消費を取り巻く環境については、原油等商品価格の低下に伴う物価下落を除いて、一段と厳しさを増しており、こうした状況を反映して、消費者心理も悪化が続いている（第2-1-25図）。先行きについては、当面の間、個人消費は減少が続くおそれもあり、GDP統計の最大の需要項目（GDP全体のおよそ7割）である個人消費の減少は、実質経済成長率に大きな下押し要因となると考えられる。したがって、今後、アメリカ経済が持ち直していくためには、個人消費の回復が必要不可欠であるが、今回の景気後退局面においては、所得・雇用環境の改善といった個人消費を支える基本的な環境が悪化していることに加え、金融機関の貸出態度の厳格化や家計のバランスシート調整といった問題がある。このため、個人消費の急速な回復は難しいとみられる。

第2-1-25図 消費者信頼感指数の推移



(備考) コンファレンスボードより作成。

3. アメリカ経済の見通しとリスク

これまでみてきたように、アメリカ経済は、07年12月から景気後退局面にあるが、こうした景気後退はどの程度長期化し、どの程度深刻なものになるのか。以下では、アメリカ経済の先行きについて想定されるシナリオを提

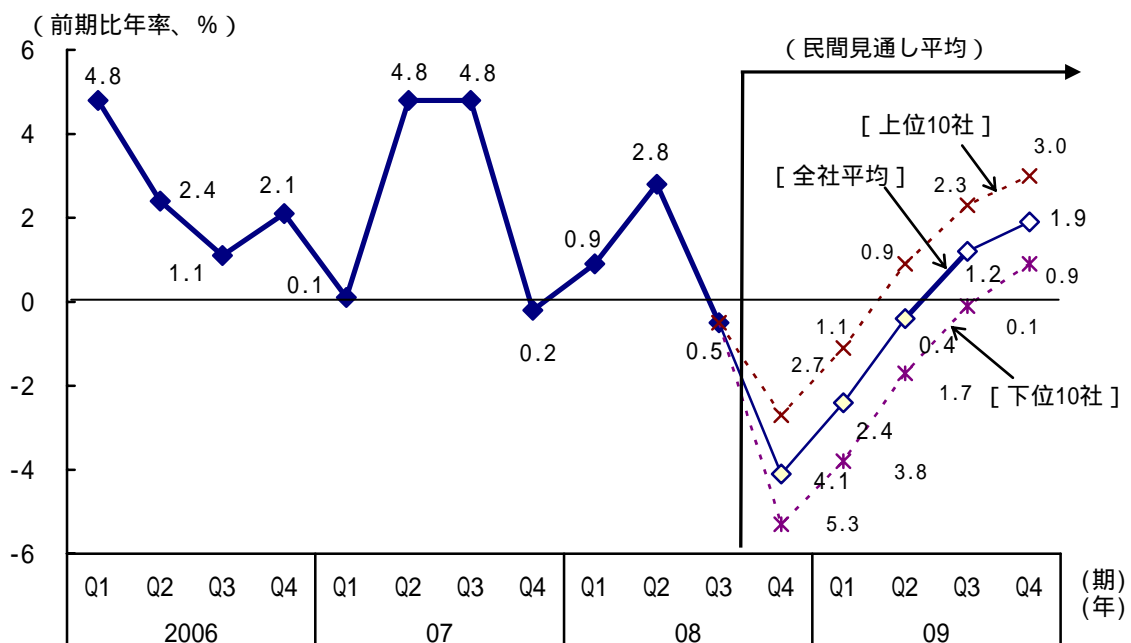
示するとともに、更にメインシナリオにおける上振れと下振れの双方のリスクについて検討する。

(1) メインシナリオ

アメリカ経済は、住宅部門の調整や金融資本市場の混乱が続く中で、雇用者数の減少が続き、個人消費が減少するなど、07年12月から景気後退している。先行きについては、09年前半まではマイナス成長が続くとみられ、09年通年でもマイナス成長になると考えられる。また、金融危機の影響が09年中に収束すると仮定すると、09年の終わりには、緩やかに持ち直し、10年には実質経済成長率が1%台まで回復すると考えられる。しかし、後述するように金融危機の影響が長引けば、回復のタイミングは更に遅れる可能性が高い。

ちなみに、民間機関による実質経済成長率の平均的な見方をみても、09年前半まではマイナス成長となることが見込まれている(第2-1-26図)。また、国際機関等の見通しをみると、08年は1%台半ばと、02年(1.6%)以来の低成長となり、さらに、09年には、91年(0.2%)以来となるマイナス成長が見込まれている(第2-1-27表)。

第2-1-26図 実質経済成長率の見通し(四半期)



第2-1-27表 実質経済成長率の見通し（暦年）

（前年比、％）

	2007年 （実績）	2008年	2009年	2010年
OECD	2.0	1.4	0.9	1.6
IMF		1.4	0.7	-
民間機関		1.3	1.1	-

（備考）OECD “Economic Outlook No.84”（08年11月）、IMF “World Economic Outlook : Update”（08年11月）、“Blue Chip Economic Indicators”（08年12月）より作成。

以下、個別項目について概観する。

- （i）個人消費：09年後半からゼロ近傍ないし、持ち直しに向かうが、家計のバランスシート調整や信用収縮の影響により、過去の回復局面と比較して回復はかなり緩やかなものになるとみられる。
- （ii）設備投資：金融機関の貸出態度の厳格化や需要低下による生産の落ち込みにより、08年7～9月期から減少しており、今後も減少が続く。増加に転じるのは、10年に入ってからとみられる。
- （iii）住宅投資：住宅在庫の減少とともに減少幅は徐々に縮小し、09年後半に下げ止まると考えられる。ただし、住宅価格については、下げ幅が縮小しつつも、10年前半までは下落が続くとみられる。
 なお、住宅投資のGDPに占める割合は現在3％程度であり、住宅投資の下げ止まりによる実質経済成長率に与える効果としては、これまで0.5～1.5％程度あったマイナス寄与が無くなることとなる。
- （iv）外需：内需低迷によって輸入が減少する一方、輸出も世界経済の大幅な減速に伴い伸びが大きく低下するとみられる。このため、実質経済成長率に対する外需の寄与は縮小していくとみられる（08年7～9月期までは1～2％程度の寄与）。

（2）経済見通しにかかわるリスク要因

上記の先行きに関するメインシナリオについては、不確実性も高いとみられ、上振れリスクもあるものの、下振れリスクが圧倒的に大きい。以下では、こうしたリスク要因について概観する。

上振れリスク要因

メインシナリオに反して、09 年後半に景気が回復する場合の要因としては以下が考えられる。

(i) 物価下落による個人消費の回復

08 年半ば以降、原油価格の下落傾向が続いているが、想定以上に原油価格が下落した場合、9 月の金融危機後のドル高に伴う輸入物価の下落とあいまって、実質個人所得を増加させる効果がある。この場合、個人消費の回復ペースが速まる可能性が考えられる。ただし、実質個人所得が増加しても、借入れの返済に充てられる可能性もあり、消費の増加に直ちに結びつくとは限らないことには留意すべきである。

(ii) 住宅価格の早期安定

住宅価格の大幅な下落による住宅需要の回復や、政府の住宅差押え対策等の効果が想定以上に大きなものとなれば、中古住宅を中心に需給バランスが回復し、住宅価格が 09 年中にも下げ止まる可能性がある。この場合、金融機関の保有する資産評価の下落にも歯止めがかかり、金融市場の安定化に寄与することも期待される。

(iii) 財政政策による景気の下支え

現在、議会民主党においては、08 年 2 月に成立した経済対策に続いて、公共投資、失業保険給付の拡大、州政府や地方政府への移転支出等からなる新たな財政刺激策が検討されている。こうした一連の施策が、09 年 1 月 20 日の新大統領就任直後にも成立し、速やかに実施された場合、09 年春頃から、景気の持ち直しを早める効果を発揮することが期待される¹⁶。

(iv) 新興国経済の成長の持続

新興国経済、とりわけ世界経済におけるシェアを高めている B R I C s 諸国が高めの経済成長率を維持することができれば、世界経済の減速が比較的小幅なものに止まることも考えられる。その結果、アメリカの輸出の伸びも堅調さを維持し、引き続き景気を下支えすることが期待される。B R I C s の世界経済に占める割合は約 13% であり、これに、N I E s、A S E A N を加えれば、約 18% となる。ただし、アメリカの上

¹⁶ なお、報道によれば、財政刺激策の規模について、オバマ次期大統領は「本当に景気を突き動かす程度の規模であることが必要だ」と述べ（08 年 11 月 24 日記者会見）、また、民主党のシューマー両院合同経済委員会委員長は、5,000～7,000 億ドル（GDP 比で約 3.5%～4.9%）であるべきだと述べた（08 年 11 月 23 日テレビインタビュー）とされている。

記の国々向け輸出額のGDP比は1.9%程度に過ぎず、現在の輸出構造を前提とすると、その規模からみて、影響は必ずしも大きなものとはいえないことには留意すべきである。

下振れリスク要因

続いて、メインシナリオに反して、10年になっても景気回復のスピードが遅く、L字型の回復パターンになる要因としては以下が考えられる。

(i) 金融危機と実体経済の悪循環

金融機関のレバレッジの解消によって、貸出態度の厳格化が一層強まり、企業向け、家計向けとも貸出しが大幅に減少することにより、消費や投資が押し下げられる可能性がある。こうした実体経済の悪化が、更なる不良債権の増大や株価の下落をもたらし、金融機関のバランスシート調整を深刻化させるおそれがある。

(ii) 雇用情勢の悪化

金融資本市場の混乱の継続や実体経済の悪化に伴い、自動車産業のような裾野の広い産業での大型倒産が発生した場合、雇用情勢の更なる悪化が考えられる。メインシナリオでは、失業率は8%前後、すなわちS&L危機後の景気後退の際のピーク(92年6月の7.8%)を上回る水準まで上昇するとみているが、更なる労働市場の悪化により失業率が9%台まで上昇し、所得・雇用環境の悪化から個人消費を一層下振れさせる懸念がある。

(iii) ドル高と新興国経済の減速により、輸出の伸びが鈍化

9月の金融危機以降、ドルは円以外の通貨に対しては軒並み上昇しているが、今後、ラグを持って輸出の伸びを鈍化させる可能性がある。また、新興国経済が予想以上に減速した場合、アメリカの輸出を押し下げるおそれがある。

(iv) 住宅市場の調整長期化

景気後退の長期化、深刻化や、サブプライム住宅ローン等の金利リセット(再設定)に伴って差押物件が大幅に増加した場合、中古住宅市場の低迷が更に長期化する可能性がある。住宅在庫の増大に伴う住宅価格の下落の長期化が、更なる住宅ローンの延滞、差押えをもたらし、新築住宅市場も含め需給環境が悪化する結果、住宅投資の減少が10年に入っても続くことが懸念される。

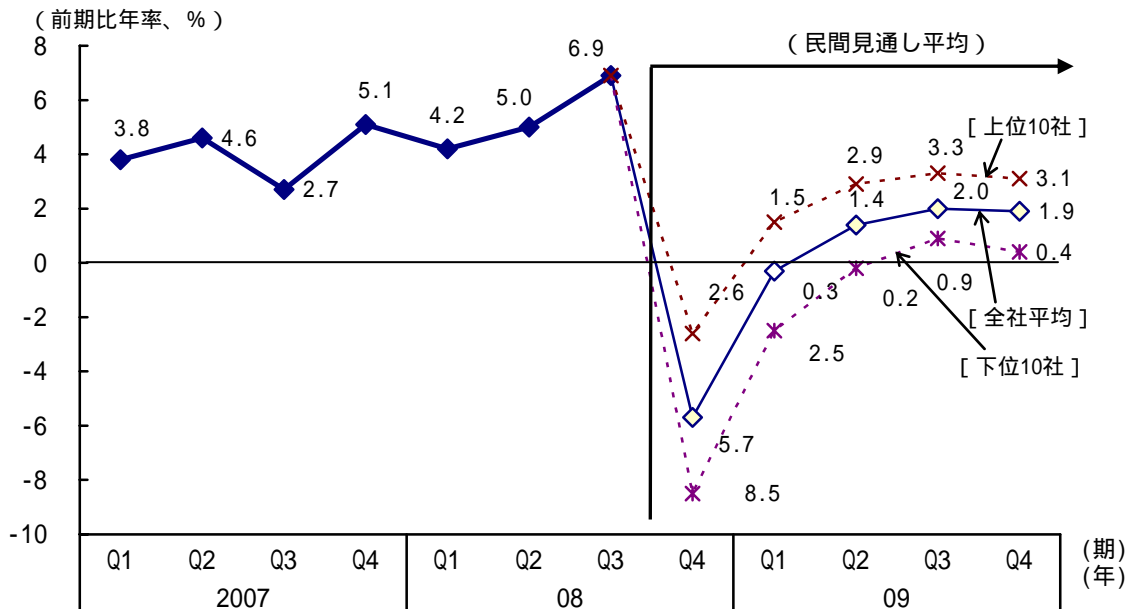
(v) デフレのリスク

景気後退による実体経済の収縮と金融機関のレバレッジ解消に伴う信用収縮に加え、原油価格の下落やドル高による輸入物価の下落により、国内物価が大きく低下し、デフレが発生する可能性がある。08年10月の利下げ決定によって、既に政策金利を1%まで引き下げているため、更なる金利の引下げ余地が限られていることも、デフレの回避を難しくしている。超低金利により、金融政策は効果を持たなくなる、いわゆる流動性の罠に陥る可能性もある。

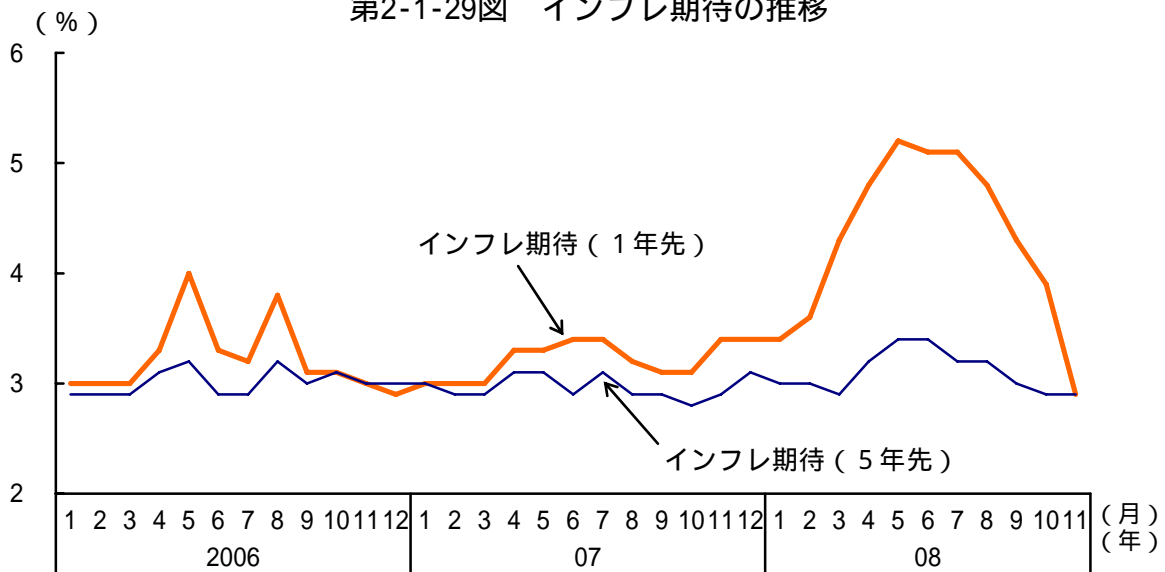
デフレに陥った場合、家計や企業の実質的な債務負担は更に重いものとなる。また、実質金利が割高になるため、消費や投資が大幅に抑制され、それが更にデフレ圧力を高めるという悪循環に陥り、「スタグ・デフレーション(スタグネーションとデフレーションが同時に併存する状況)」になるリスクがある。

こうしたデフレの懸念について、民間機関の物価に関する見通しをみると、最も物価見通しの低い10社は、08年10~12月期から09年4~6月期までデフレが続くと予測している(第2-1-28図)。他方、消費者のインフレ期待は、比較的安定している(第2-1-29図)。

第2-1-28図 消費者物価指数(CPI)の見通し



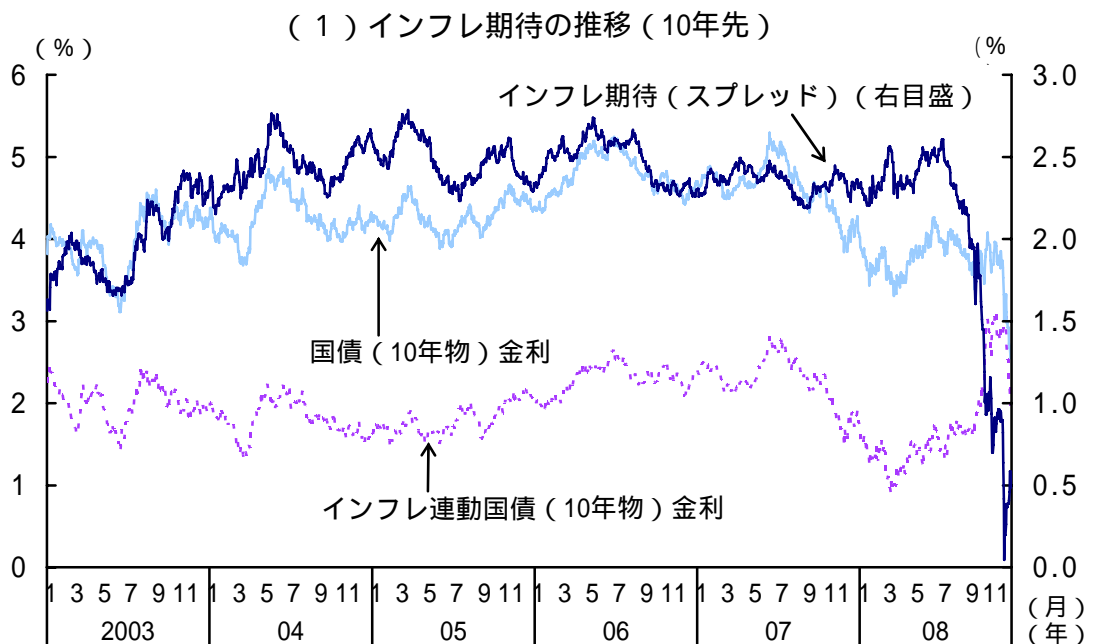
第2-1-29図 インフレ期待の推移

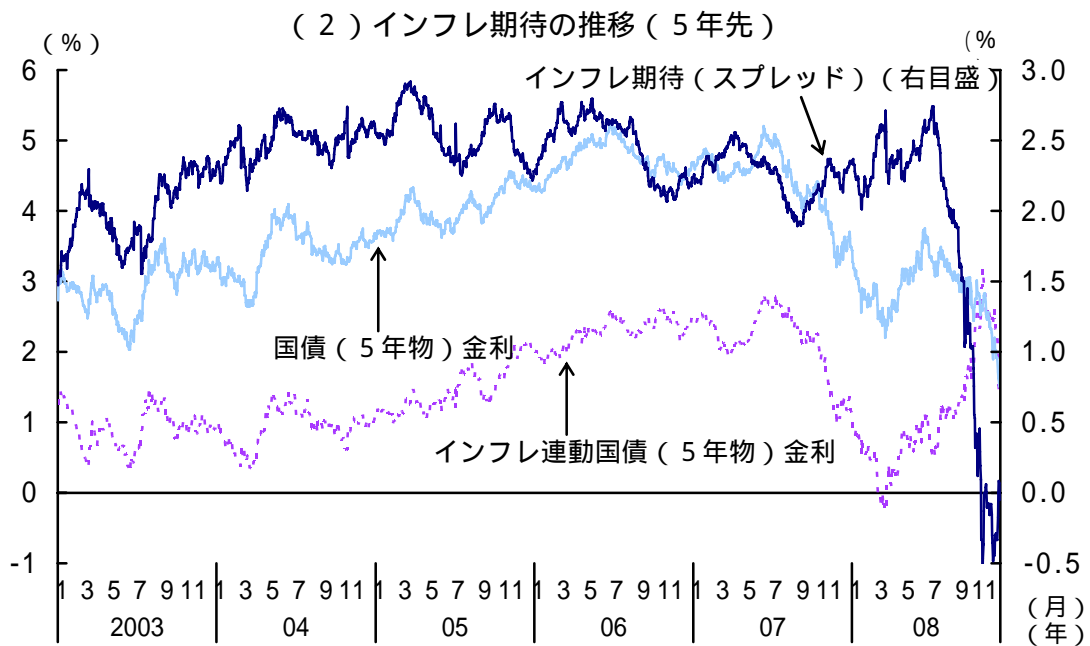


(備考) 1. ミシガン大学より作成。
 2. 今後1年先、5年先における消費者からの物価上昇率予測回答の中央値。

また、市場関係者の期待インフレ率を示す指標として国債金利とインフレ連動債の спреッドをみると、インフレ連動債の金利が上昇しているため、5年物については足元の спреッドはマイナスとなっている(第2-1-30図)。しかしながら、インフレ連動債は通常の国債に比べて発行残高が少なく、相対的に流動性が低いことから、金融危機の状況下においては市場において忌避され、債券価格が下落していることが寄与しているものと考えられる。

第2-1-30図 インフレ連動債が示すインフレ期待





(vi) 資金流出のリスク

9月中旬以降の金融危機への対応及び景気に配慮した財政刺激策の実施により、財政収支が急速に悪化するとともに、FRBのバランスシートも急速に拡大している(前掲第1-1-24表、第1-1-25図、第1-1-28図)。今後、更なる財政収支の悪化等が続けば、ドルの信認に対する懸念が生じるおそれがある。仮に、こうした事態が発生すれば、国際金融システム全体にわたる混乱が生じ、ドル暴落やアメリカからの大幅な資金流出が起こる可能性がある。この場合、アメリカ国内の資金調達コストが上昇することにより、消費や投資が抑制されるおそれがある。一方、インフレも昂進すると考えられることから、深刻なスタグフレーションに至る可能性もある。