

## 第2章 減速しつつも回復を続ける世界経済

世界経済は、サブプライム住宅ローン問題によるアメリカ景気の影響を受けて、全体として減速しているものの、回復を続けている。本章では、アメリカを中心に各地域の景気動向やその相互連関を概観した上で、当面の見通しとリスクについて記述する。

### 第1節 景気が弱含み後退局面入りも懸念されるアメリカ

#### 1. サブプライム住宅ローン問題を背景に景気は弱含み

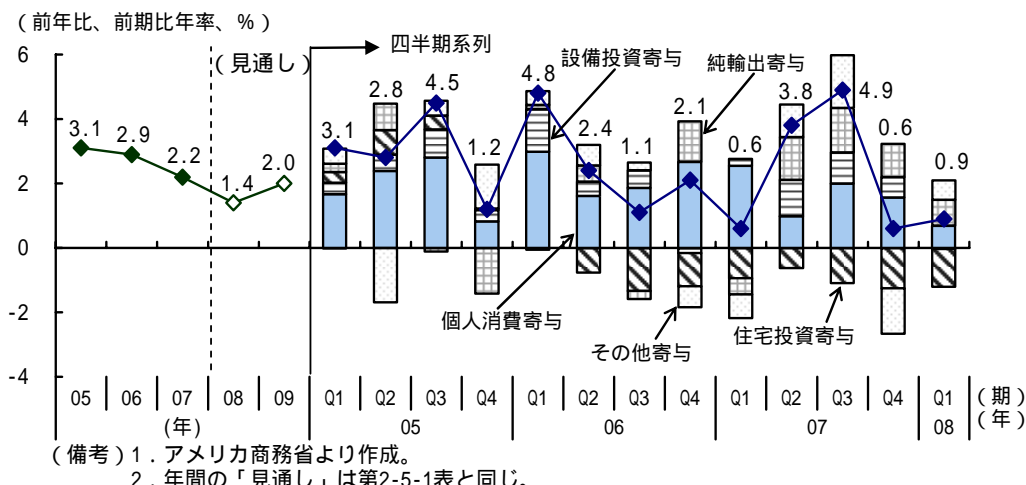
##### 2007年10～12月期から2四半期連続の低い成長

アメリカの景気は、2006年半ば以降、住宅投資の減少により減速し、07年に入ってから、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（金融資本市場の動向については、第1章第4節を参照。）を背景に一段と不安定化した。このため、07年の経済成長率は、潜在成長率<sup>1</sup>を下回る前年比2.2%となり、近年では01年の0.8%、02年の1.6%に次ぐ低い成長率となった。四半期別の動きをみると、海外経済が好調であったことやドル減価の影響等により外需寄与が大幅なプラスとなったことなどから、07年4～6月期、7～9月期は高い伸びとなったものの、10～12月期には内需の寄与が縮小し、前期比年率0.6%と大幅に減速した。さらに、08年1～3月期は、国内民間最終需要<sup>2</sup>が減少に転じ、外需等のプラス寄与を合わせても前期比年率0.9%（暫定値）と、2四半期連続で1%以下の低い成長率となり、景気は弱含んでいる（第2-1-1図）。以下、項目別に動向を概観しよう。

<sup>1</sup> アメリカ議会予算局では07年の潜在成長率を2.8%と見積もっている（財政・経済見通し（08年1月））。また、アメリカ政府は、07年7～9月期から13年10～12月期は2.8%と推計している（2008年大統領経済報告（08年1月））。他方、近年においては、ベビーブーム世代の高齢化、就学率の向上に加え、女性の労働参加率の上昇傾向が頭打ちとなってきていることから、労働参加率が低下に転じ、潜在成長率が下がっているとの指摘もある（Aaronson et al (2006)）。OECDは、潜在成長率を96～05年の2.9%から、07、08年は2.5%と推計している（OECD (2007)）。

<sup>2</sup> 08年1～3月期においては、個人消費が前期比年率1.0%増、民間設備投資が同0.2%減、住宅投資が同25.5%減となり、これらの合計である国内民間最終需要の前期比年率寄与度は0.5%減となった。

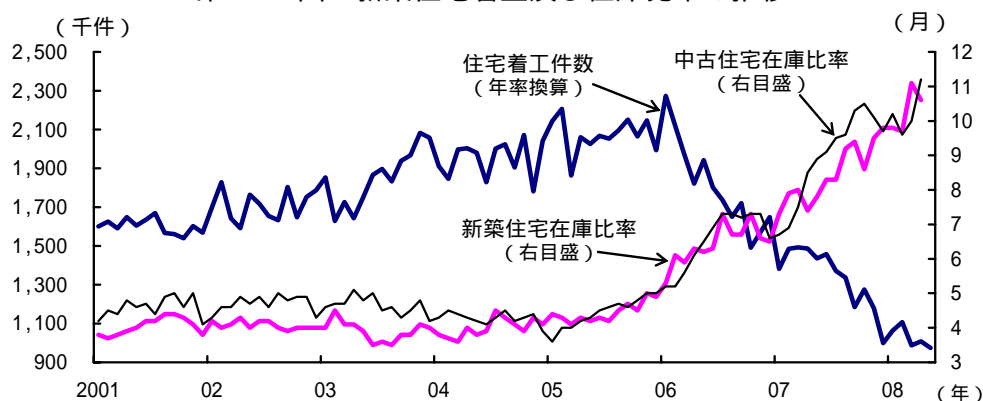
第2-1-1図 実質GDP成長率の推移



### 減少傾向が続いている住宅投資

住宅市場では、06年以降、住宅着工件数が減少に転じるとともに住宅価格が軟化している(第2-1-2図、第2-1-3図)。住宅着工件数は、06年1月の年率227.3万件をピークにその後は減少傾向となり、08年3月には同98.8万件と、16年ぶりに100万件を下回る水準まで低下した。これに伴い住宅投資は、06年4～6月期以降、8四半期連続で前期比年率二桁台の大幅な減少が続いている。また、住宅価格の低迷に伴い、信用力の低い借手を対象としたサブプライム住宅ローンでは、より良い条件での住宅ローンへの借換えや担保物件の売却による債務返済が困難となったこともあり、06年後半以降、債務返済の延滞や担保物件の差押えが急増している<sup>3</sup>(第2-1-4図)。

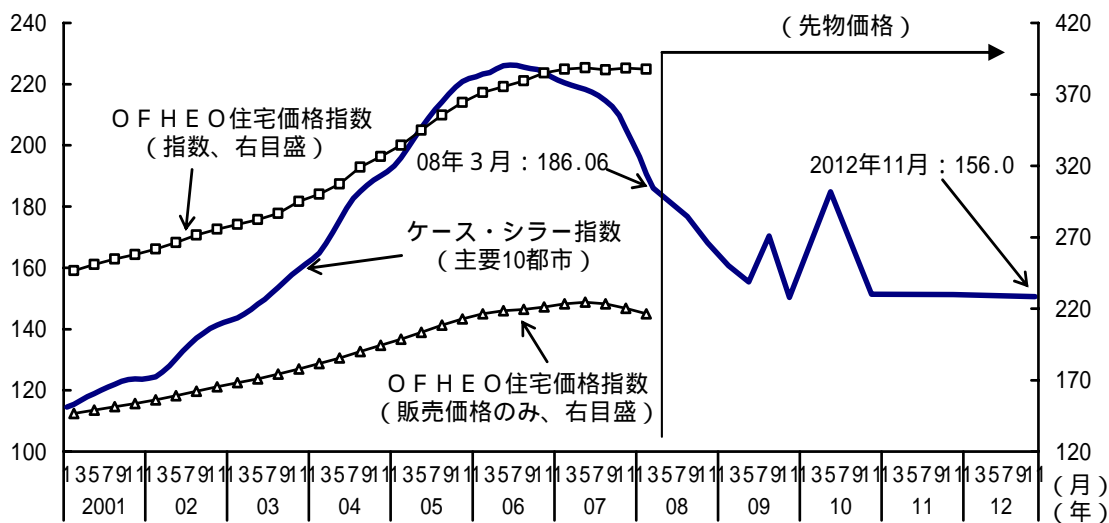
第2-1-2図 新築住宅着工及び在庫比率の推移



(備考) 1. アメリカ商務省、全米不動産業者協会(NAR)より作成。  
2. 在庫比率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。

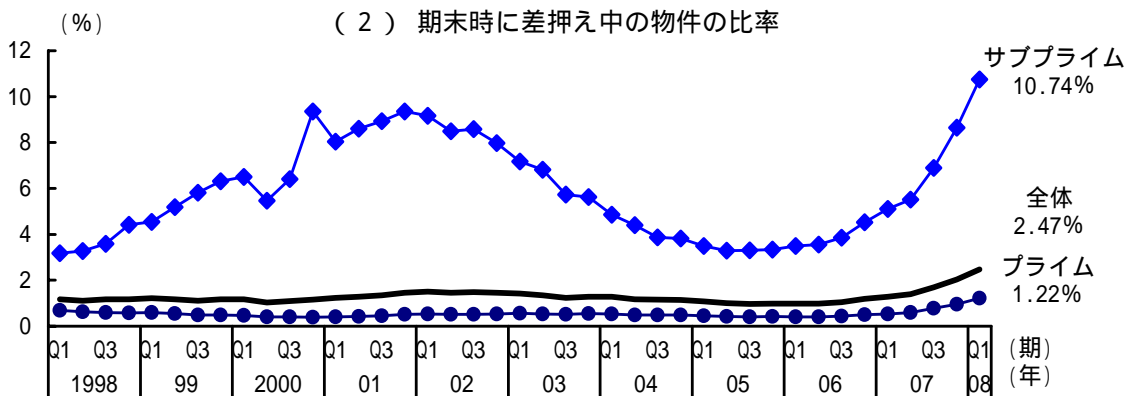
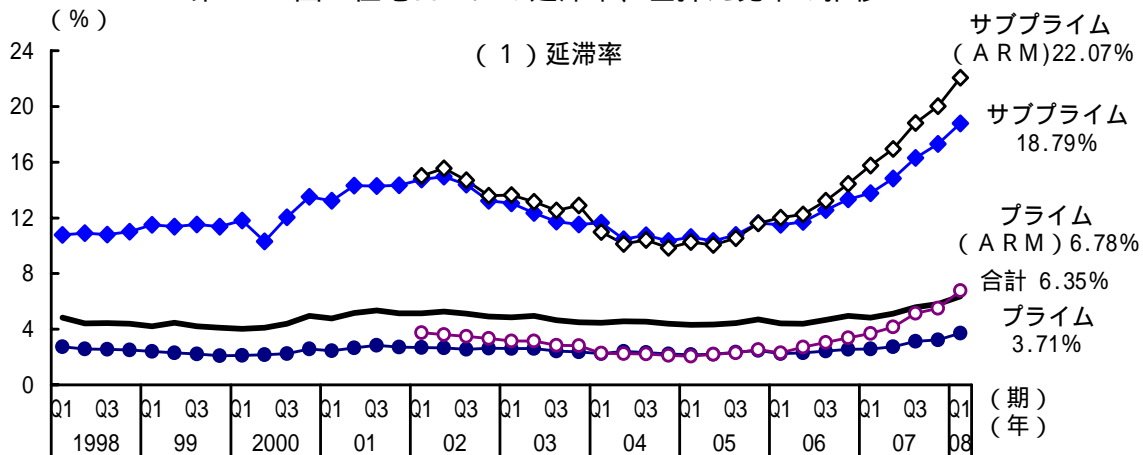
<sup>3</sup> サブプライム住宅ローンの多くは、当初2年又は3年は低い固定金利で、その後より高い水準の変動金利に移行するARM(ハイブリッド変動金利)型のものが多い。固定金利期間に担保住宅の価格が上昇すればより良い条件での借換えが可能となるが、住宅価格が十分に上昇せず、そうした返済が難しい場合には、変動金利への切替え前後にローン債務の延滞に至る例が多いとされている。

第2-1-3図 住宅価格の推移と見通し



(備考) 連邦住宅企業監督局(OFHEO)、Standard & Poor's、シカゴ商業取引所(Chicago Mercantile Exchange: CME)より作成。

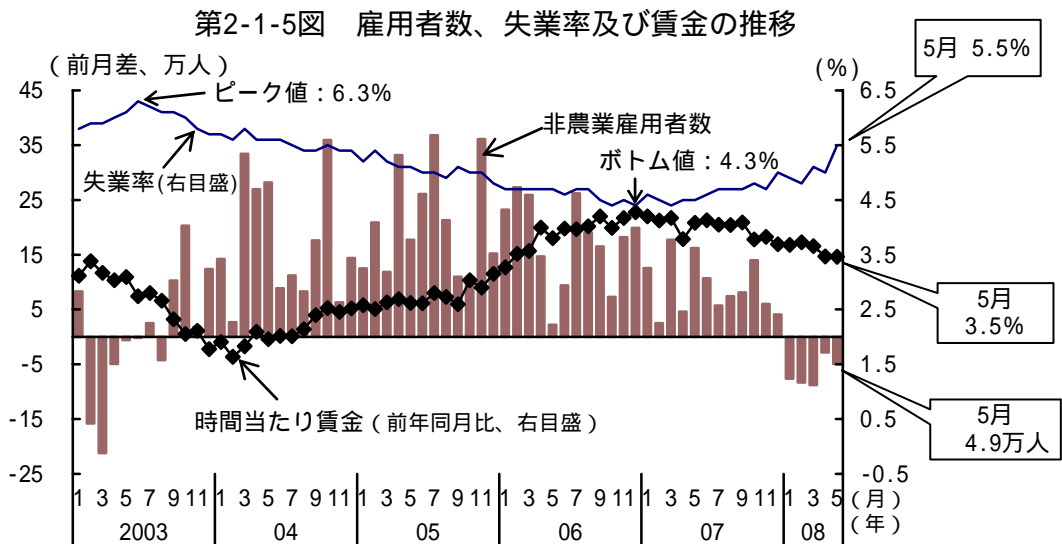
第2-1-4図 住宅ローンの延滞率、差押え比率の推移



(備考) 1. 全米抵当銀行協会(MBA)より作成。  
 2. Adjustable Rate Mortgage (ARM) は変動金利のことをいうが、その中にはハイブリッド変動金利も含まれる。

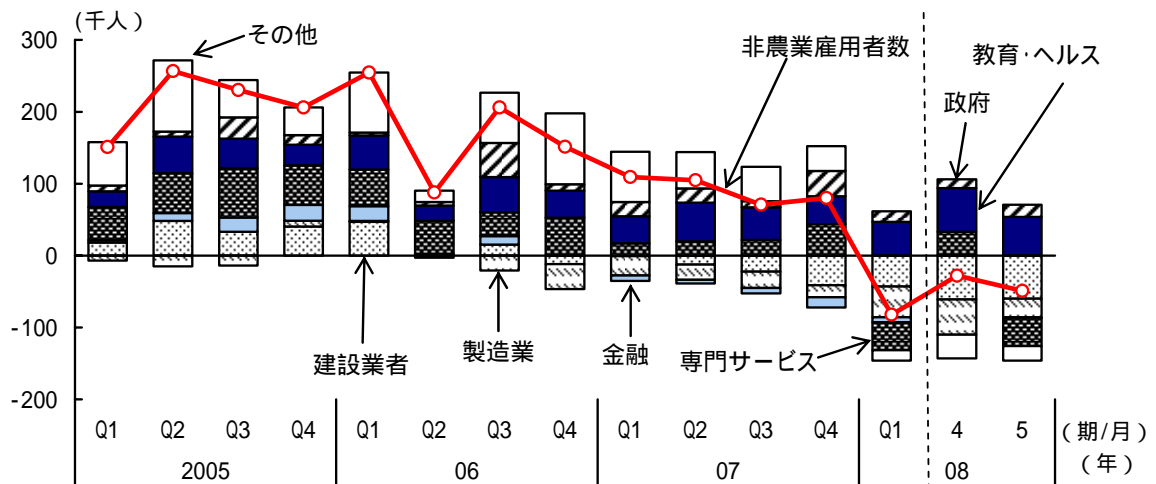
## 減少している雇用者数

景気の悪化は、経済全体の雇用者数の動きに端的に反映されている。雇用者数（非農業部門。以下同じ。）は、07年半ば以降増加テンポが緩やかになり、08年に入ってからは減少している（第2-1-5図）。雇用者数の月平均増加数の推移をみると、05年には21.1万人（年末の前年同期比では1.9%増）、06年には17.5万人（同1.6%増）と堅調に増加していたが、07年には9.0万人（同0.8%増）と増加幅が縮小し、08年第1～5月期は6.5万人（07年末の0.2%）の減少となった。産業別の動きをみると、06年半ば以降、製造業や建設業といった生産部門における減少をサービス部門の増加が補う形で全体としては増加してきたものの、08年以降は製造業や建設業の減少幅が拡大したことに加え、一部サービス業にも雇用減少の動きが広がってきている（第2-1-6図）。



(備考) アメリカ労働省より作成。

## 第2-1-6図 産業別雇用者数の推移



(備考) 1. アメリカ労働省より作成。  
2. 四半期値は、各月の平均値。

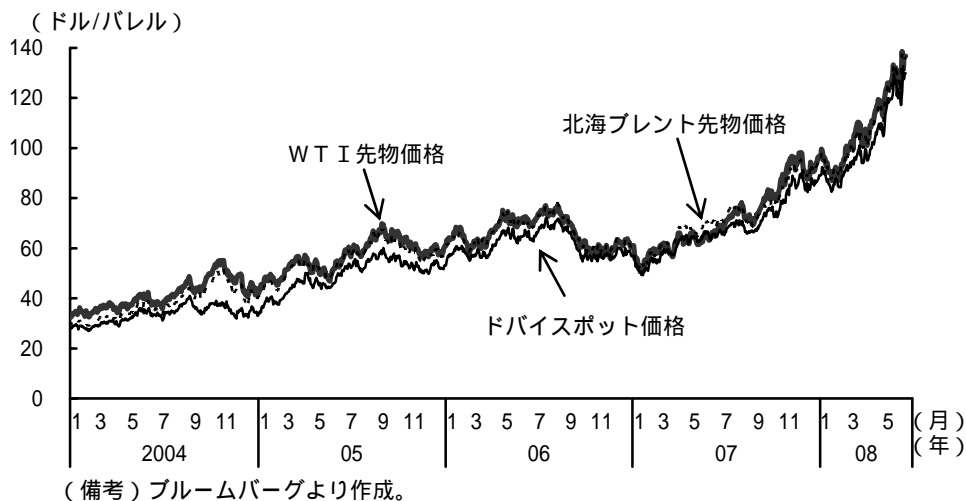
特に、住宅部門の調整や金融資本市場の混乱の影響を受けている建設業や一部の製造業、金融業等では減少が明確である。07年初め以降、08年4月までに、建設関連産業では約44万人（06年末の同産業の雇用の5.7%）の雇用が失われており、07年末以降は住宅建設雇用の減少に加えて、住宅以外の建設雇用についても減少がみられている。また、製造業のうち住宅需要に関連する木材、家具及び家電産業については約11万人（同7.1%）、金融仲介業では約13万人（同1.5%）の雇用が減少した。

また、失業率は、06年までの低下傾向から07年以降は上昇しつつあり、08年5月には5.5%まで上昇した。時間当たり賃金は、前年同月比3.5%増（08年5月）と06年半ばから07年半ばにかけての4%超の高い水準からはやや伸びが低下しており、労働需給の緩和がさらに進んだ場合には、より上昇ペースが鈍化するおそれもある。加えて、エネルギー価格や食料品価格の上昇等により消費者物価指数の上昇率が、07年11月以降、前年同月比4%台の高い水準まで急激に上昇しているため、賃金の伸びは実質的にマイナスとなっている。

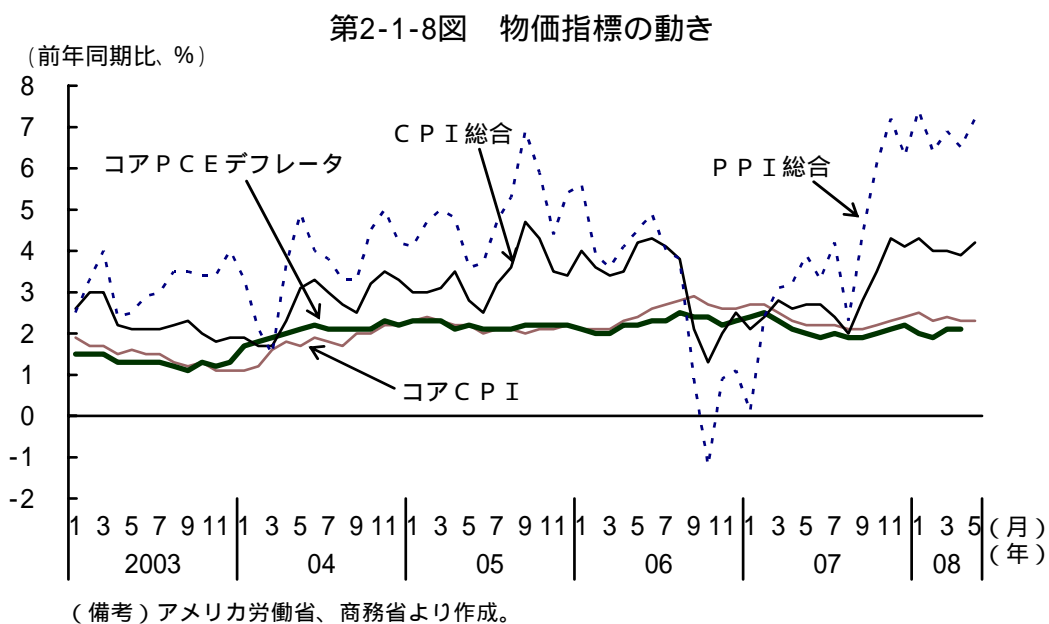
### 史上最高水準を更新している原油価格とやや上昇しているコア物価

景気が弱含む中で、物価面からも下押し圧力が強まっている。まず、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、近年、ドライブシーズン入りに伴うガソリン需要等を反映して夏場に上昇した後、9月頃には落ち着いてくるという季節変動がみられたが、07年については9月以降も上昇が続き、08年1月には100ドルに達した。その後も上昇傾向は続いており、08年6月には、一時、日々の終値でも過去最高水準の140ドル台近くまで上昇した（第2-1-7図）。

第2-1-7図 原油価格の推移



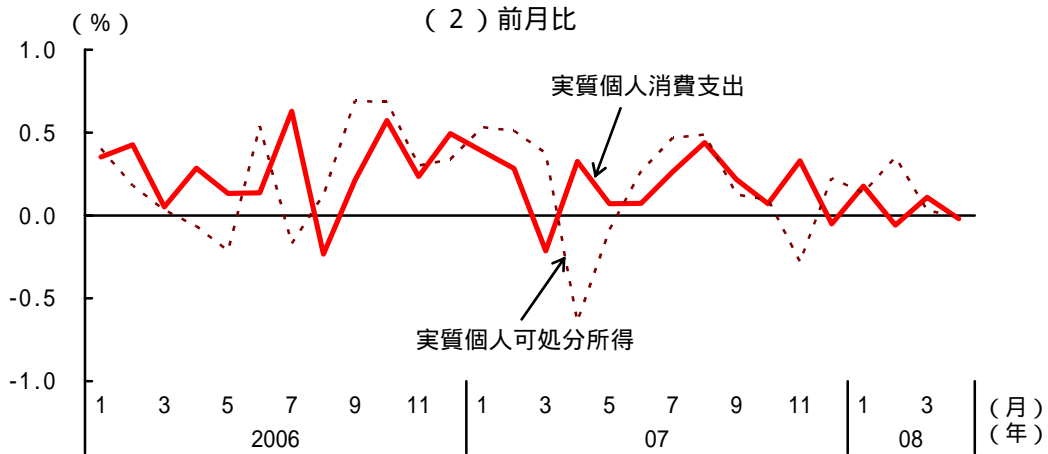
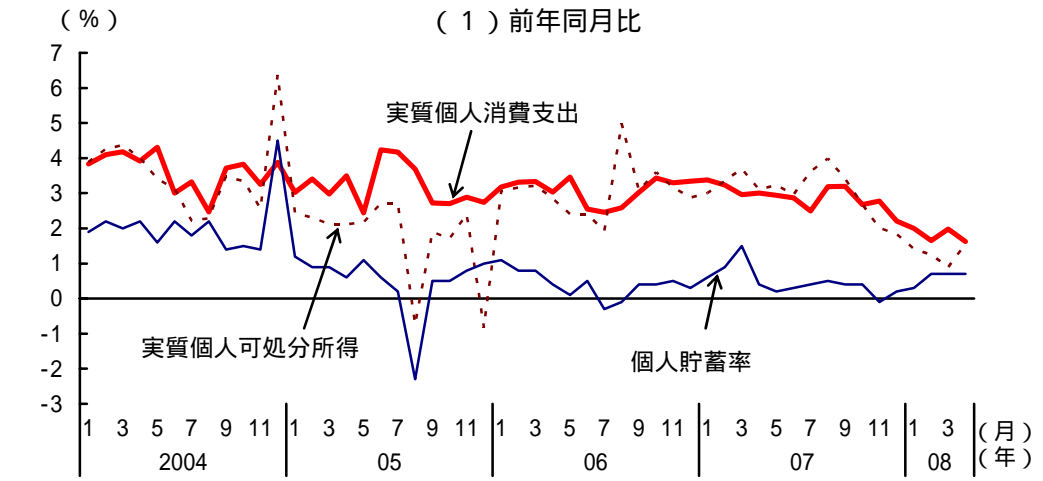
こうした原油価格や穀物等の商品価格が、07年半ば以降上昇していることなどにより、消費者物価や生産者物価の上昇率は比較的高い水準で推移しており、特に、消費者物価は07年秋以降前年比4%前後の上昇率となっている。また、総合指数からエネルギー価格等を除いたコア物価については、やや上昇傾向となっている。コアPCE（個人消費支出）デフレータの動きをみると、08年以降、FRB（連邦準備制度理事会）が望ましい物価状態の上限としているとされる前年比2%を上回って推移している（第2-1-8図）。



### おおむね横ばいの動きとなっている個人消費

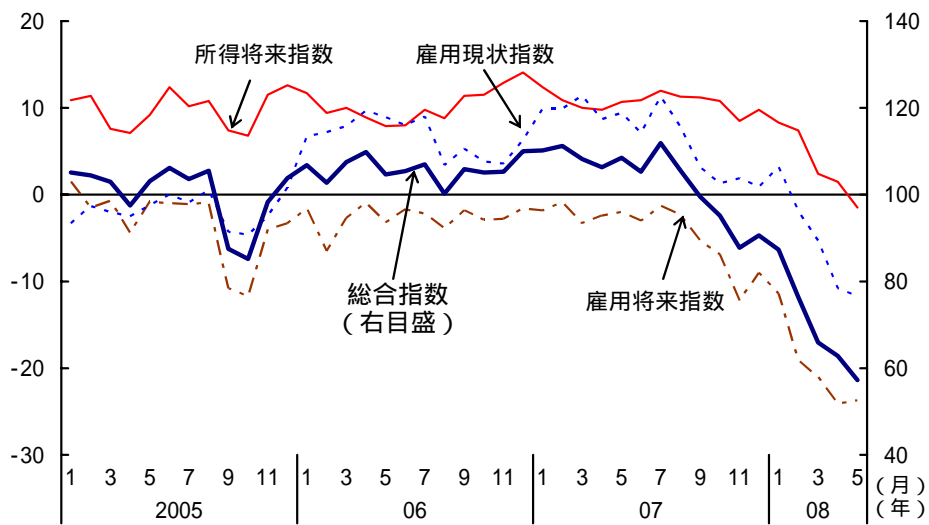
雇用情勢の悪化と物価上昇を背景に消費にも弱さがみられる。個人消費は、アメリカ経済が減速し始めた06年後半以降も堅調に推移し、景気を下支えする役割を果たしてきた。しかしながら、07年末以降、雇用情勢の悪化に加えて、エネルギー価格や食料品価格の上昇が加速したこともあり、実質可処分所得が伸び悩んでいる。これを受けて、個人消費の伸びは減速しており、前月比でみると足元ではおおむね横ばいの動きとなっている（第2-1-9図）。また、物価の高騰や所得・雇用環境に景気減速の影響が現れてきたことなどを反映して、消費者心理は悪化が続いている（第2-1-10図）。

第2-1-9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。

第2-1-10図 消費者信頼感指数の推移

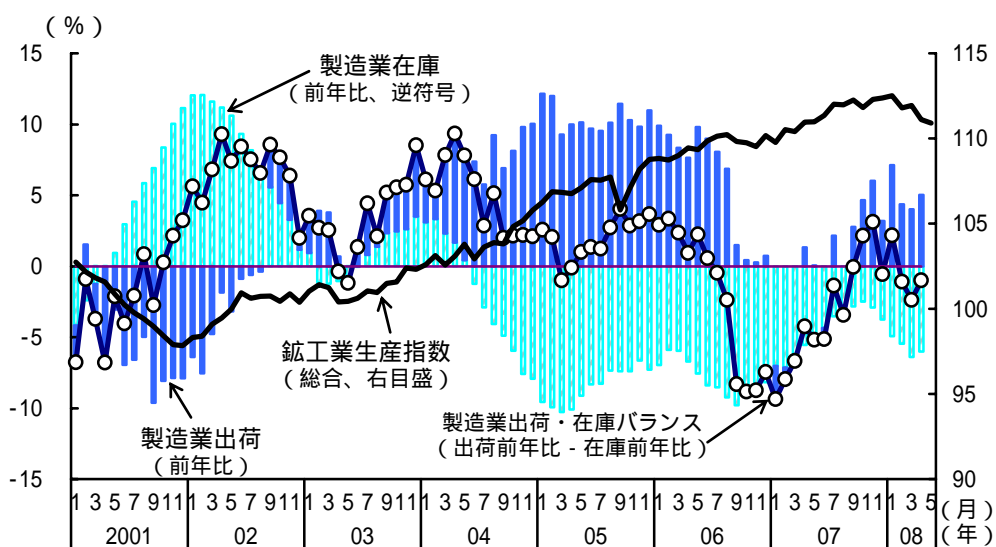


(備考) コンファレンスボードより作成。

## このところ弱い動きとなっている生産、設備投資

また、生産について、製造業の出荷・在庫バランス（出荷の前年比 - 在庫の前年比）をみると、07年に入ってから在庫の伸びが低下傾向となる中で出荷・在庫バランスは改善の動きが続いた。しかし、07年末以降は、出荷はなお前年を上回って推移しているものの、在庫の伸びが加速したため、足下では再び出荷・在庫バランスはマイナスとなり、再び在庫調整局面に入りつつある（第2-1-11図）。これを受けて、生産もこのところやや減少している。

第2-1-11図 出荷・在庫バランスと鉱工業生産指数



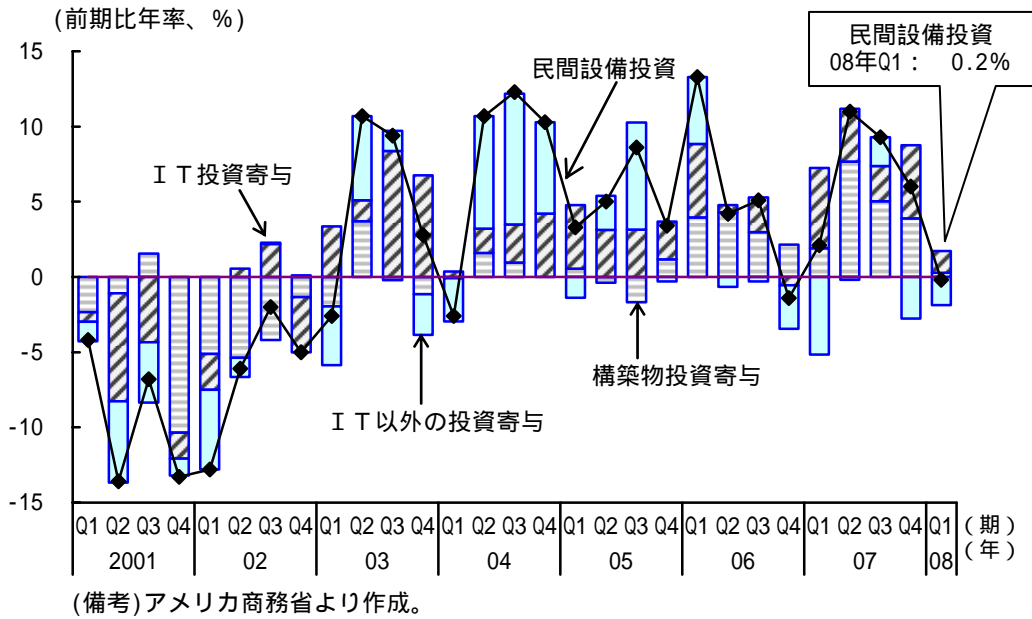
(備考) 1. アメリカ商務省、連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。  
2. 在庫の前年比については符号を逆にして表示。

設備投資については、GDPベースで、07年は増加基調で推移したものの、10～12月期には、産業機械や輸送機器への投資が減少したことから、前期比年率6.0%増とやや伸びが鈍化した。さらに、08年1～3月期には、産業機械投資がプラスに転じたものの輸送機器投資は引き続き減少し、また、これまで堅調であった構築物投資やIT投資の伸びが縮小したことなどから、同0.2%減と5四半期ぶりにマイナスに転じている（第2-1-12図）。

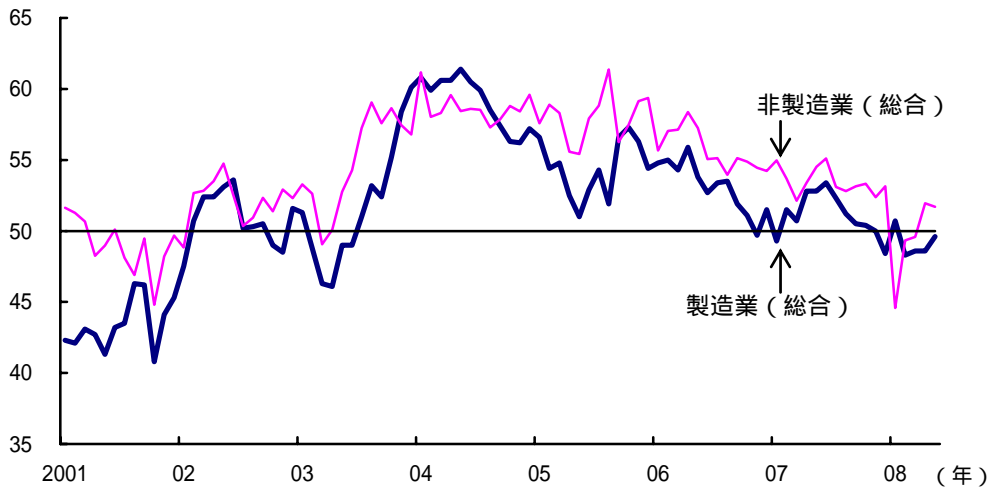
このように、企業部門でも、このところ弱い動きがみられる。先行きについても、格付けの低い社債等一部の信用市場が引き続き引き締まっていることや、一部企業の業績悪化、企業マインドの低下といった動きがみられていることから、企業部門の弱い動きは今後も継続するおそれがある（第2-1-13図）。



第2-1-12図 設備投資（GDPベース）の推移



第2-1-13図 企業マインド（ISM製造業、非製造業景況指数）の推移



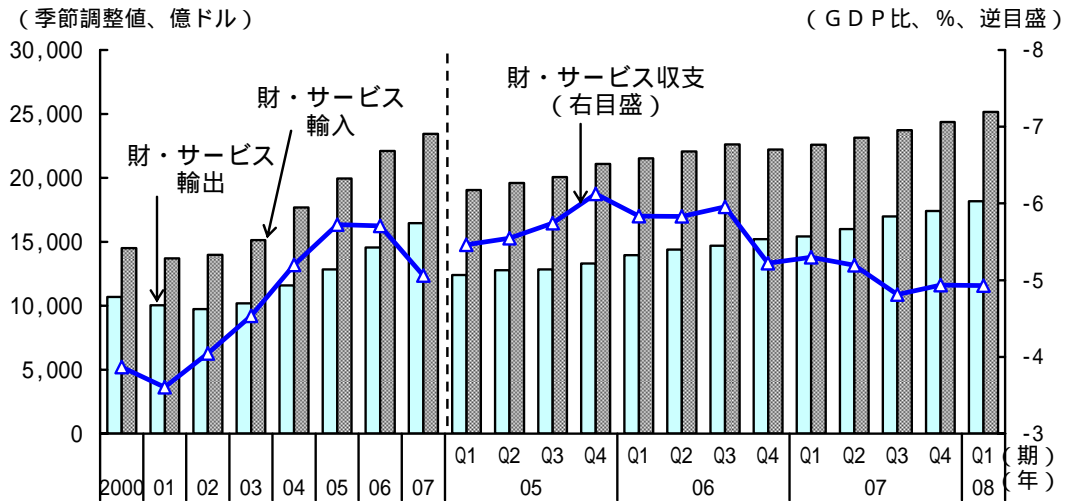
(備考) 1. 全米供給管理協会（ISM）より作成。  
2. 50が景気拡大・縮小の分岐点となっている。

### GDP比で緩やかな縮小傾向がみられる財・サービス収支赤字

こうした中で、世界経済の堅調な成長を背景とした輸出拡大と、内需の伸び悩みに伴う輸入鈍化により、07年4～6月期以降、純輸出が景気を下支えしている。アメリカにおける財・サービス収支の赤字額は、足元では若干拡大しているものの、07年全般では緩やかな縮小がみられ、07年通年では7,003億ドル(GDP比5.1%)と6年ぶりに縮小した(第2-1-14図)。この要因としては、財収支の赤字が

減少したことに加え、サービス収支の黒字が大幅に増加したことがある。また、GDPベースの純輸出をみると、07年4～6月期以降、各四半期とも1%ポイント前後、実質GDP成長率を押し上げる寄与をしている。

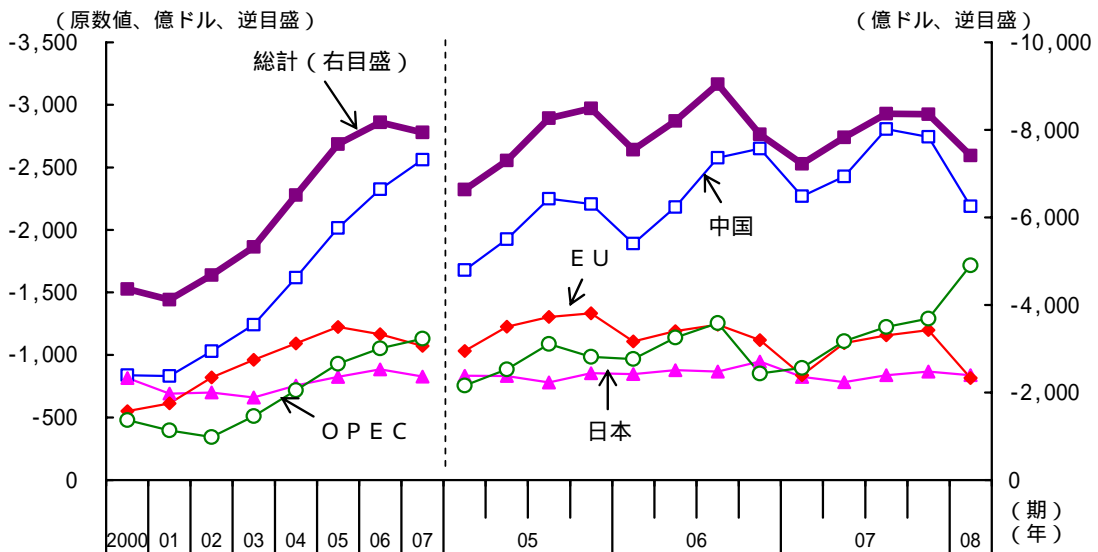
第2-1-14図 財・サービス収支（名目値）の推移



- (備考) 1. アメリカ商務省より作成。  
 2. 貿易収支は国際収支ベース。  
 3. 四半期は年率換算。

なお、国・地域別の貿易収支をみると、中国に対する貿易赤字が大幅に増加し、07年通年の中国に対する赤字の占める割合は、アメリカの貿易赤字全体の32.4%に達した。また、原油価格高騰によりOPECに対する貿易赤字も拡大した。一方、日本やEUに対する貿易赤字はわずかながら減少している（第2-1-15図）。

第2-1-15図 国・地域別貿易収支（名目値）の推移



- (備考) 1. アメリカ商務省より作成。  
 2. 貿易収支は通関ベース。  
 3. 四半期は年率換算。

## 2. 景気後退局面入りの懸念

### 住宅市場の調整と金融資本市場の混乱による実体経済への影響

このように、アメリカ景気は弱含んでおり、当面、住宅市場の調整や金融資本市場の混乱による個人消費や企業活動等ほかの部門への波及や、経済全体への影響が続き、景気後退局面に入ることも懸念される。今後のアメリカ経済を見通す上では以下の点が重要と考えられる。

#### (i) 住宅市場の調整の継続

07年夏以降の国際的な金融資本市場の混乱については、第1章でみたように、サブプライム住宅ローン関連の金融商品の価格下落に起因する。住宅市場については、住宅投資の大幅な減少が続いているにもかかわらず、住宅需要の減退やローン債務の不履行による住宅差押えの増加等から住宅在庫が依然高い水準にあり、また、後述のように金融機関の貸出基準が厳格化していることから、住宅需要のさらなる減少も考えられる（前掲第2-1-2図、同第2-1-4図）。このため、住宅市場の調整は当面の間続く可能性があり、住宅関連産業の雇用や生産面での影響は継続する可能性が高い。また、市場では住宅価格がさらに相当に低下することが予測されている<sup>4</sup>（前掲第2-1-3図）。

#### (ii) 住宅資産価値の低下に伴う個人消費への影響

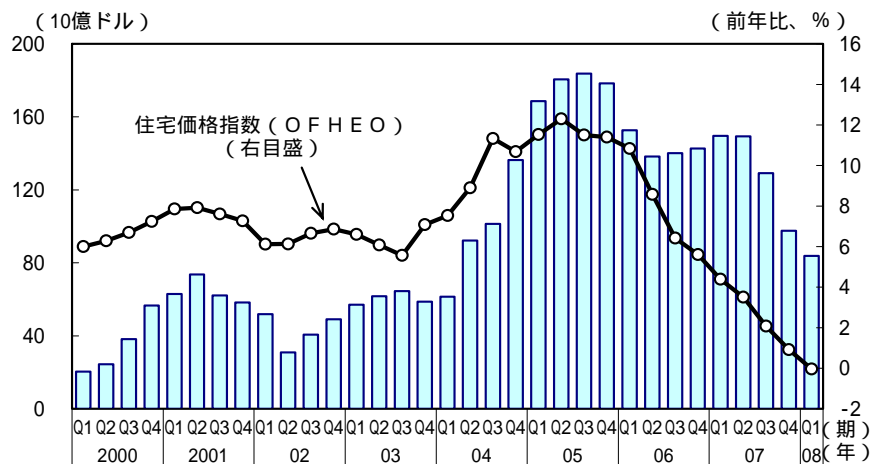
また、住宅価格の低迷に伴い、資産効果のはく落が家計の消費に与える影響が懸念される。住宅市場が好調であった時期においては、家計は上昇した住宅価格と住宅ローン残高の差額を現金化すること（いわゆるMEW<sup>5</sup>）で資金調達を行い、その一部を消費に充てたとみられている。しかしながら、ホーム・エクイティ・ローン残高をみると、07年以降はその増加幅が顕著に縮小しており、住宅ロ

<sup>4</sup> 住宅着工件数の底入れ時期については、MBA（全米抵当銀行協会）では08年10～12月期（水準：年率85万件）、フレディ・マック（連邦住宅貸付公社）では08年7～9月期（水準：同95万件）と予測している（08年5月時点）。また、住宅価格については、民間機関の予測としては、ケース・シラー住宅価格指数（20都市）の底入れの時期は09年7～9月期との見方が最も多い（“Blue Chip Economic Indicators” 5月10日号）。

<sup>5</sup> MEWとは、モーゲージ・エクイティ・ウィズドローアル（Mortgage Equity Withdrawal）の略である。MEWには定まった定義はないが、一般的には、MEW（住宅を担保とした借入れから住宅資産購入に回らなかった残差）＝住宅等担保付金融負債の増加分－住宅資産の純取得額で定義される（BOE（イングランド銀行）ホームページ、OECD（2004））。住宅資産の増価分から資金を引き出す具体的な方法として、(1)住宅の現在評価額から住宅ローン残高を差し引いた純資産額を担保に借入を行う方法（ホーム・エクイティ・ローン）や、(2)既存の住宅ローンを別の住宅ローンに借り換える際に、住宅資産価値の上昇分に見合う分まで借入額を増やす方法（キャッシュアウト・リファイナンス）等がある。

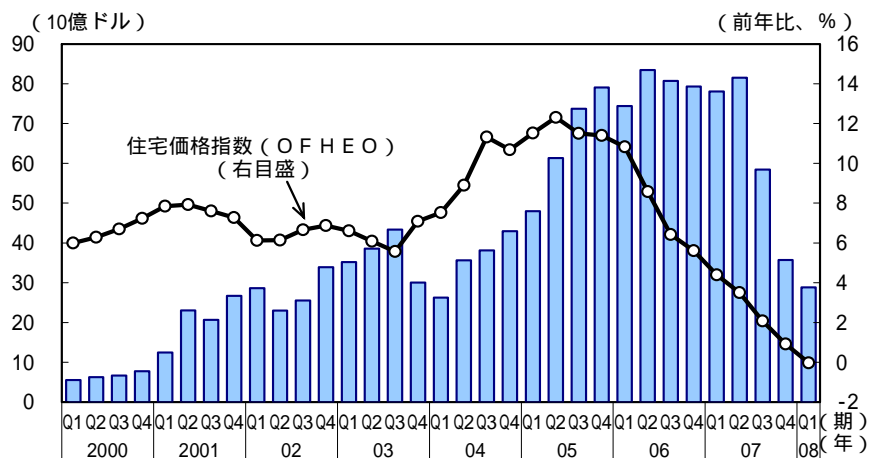
ーンからのキャッシュアウト・リファイナンスの額をみても、07年後半以降は減少している（第2-1-16図、第2-1-17図）。住宅価格の下落が今後も続くこととなれば、さらにM E Wが縮小するおそれがある。

第2-1-16図 ホーム・エクイティ・ローン残高（前年差）の推移



（備考）連邦準備制度理事会（F R B）より作成。

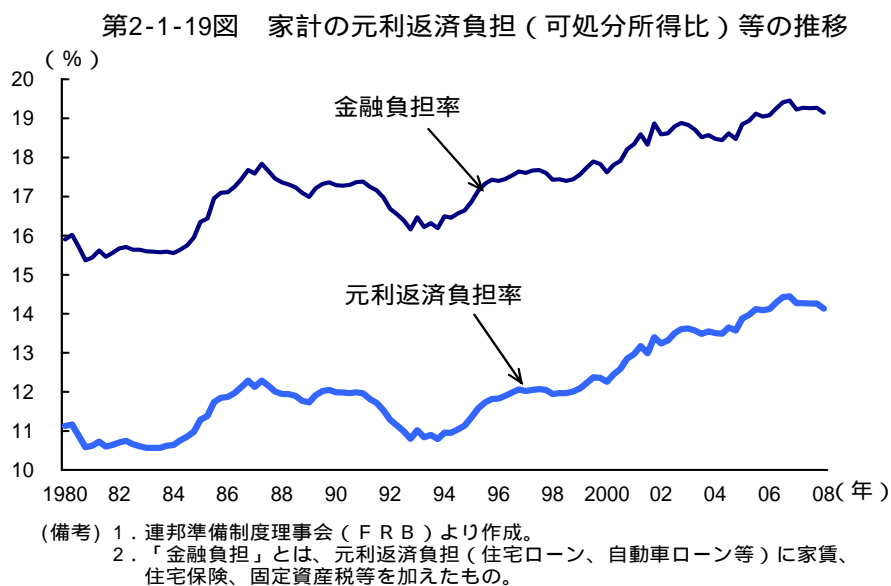
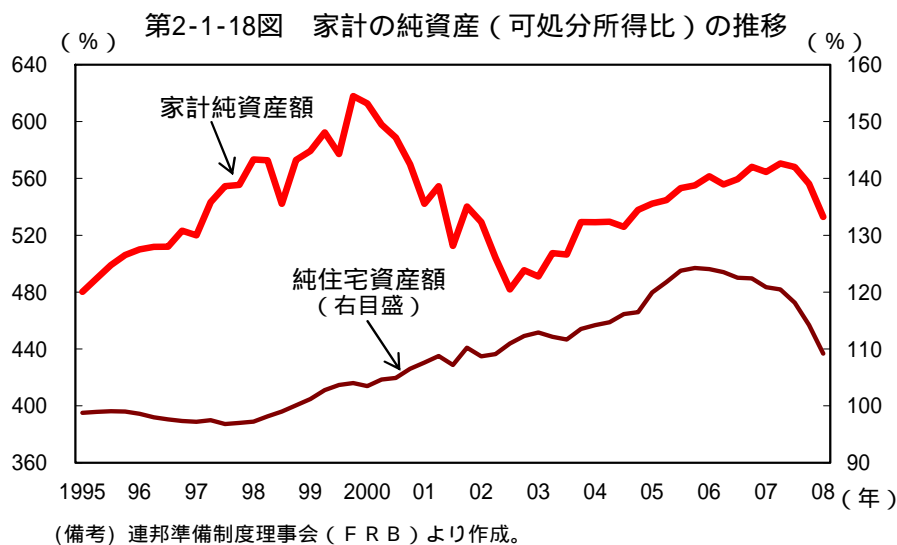
第2-1-17図 住宅ローンにかかるキャッシュアウト・リファイナンス額の推移



（備考）アメリカ連邦住宅貸付抵当公社（Freddie Mac）より作成。

さらに、住宅資産を含む家計の資産状況をみると、純資産額の可処分所得比率は、02年以来上昇傾向が続いていたものの、07年後半以降は減少に転じている（第2-1-18図）。そのうち純住宅資産額（住宅資産額 - 住宅ローン債務残高）の可処分所得比率については、住宅価格低下の影響等から既に06年以降低下している。住宅価格の低下が今後も続いたり、金融資本市場の混乱から株価が低迷したりすれば家計純資産額の可処分所得比がさらに低下するおそれもある。そうした場合、家計の元利返済負担及び金融負担の可処分所得比率が過去最高水準にある

状況において、債務負担感の増加から家計の消費がさらに抑制される可能性もある（第2-1-19図）。

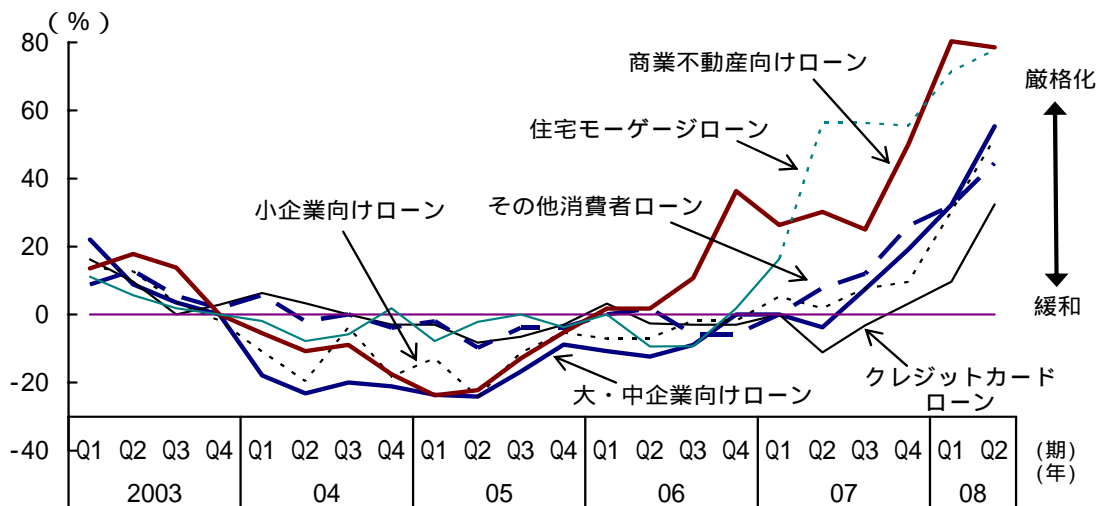


### (iii) 金融機関における貸出基準の厳格化

サブプライム住宅ローン問題による金融機関の損失拡大、資金繰りの悪化から、金融機関の個人や企業に対する貸出基準が厳格化しており、今後、個人消費や企業の設備投資への影響が懸念される。貸出基準の厳格化については、既に、07年前半から住宅ローンにおいてみられており、住宅ローン証券化商品の値崩れが起きた同年半ば以降は、住宅ローンの証券化による資金調達が困難となったことから、厳格化がさらに進んでいる。これが住宅需要を抑制し、住宅価格の下押し圧力となって、住宅市場における調整を長期化・深刻化させるおそれがあると考え

られる。さらに07年後半以降は、金融機関の損失拡大や景気の減速を背景に、消費者ローンや企業向けローンについても貸出基準の厳格化の動きが広がっている（第2-1-20図）。

第2-1-20図 金融機関の貸出基準



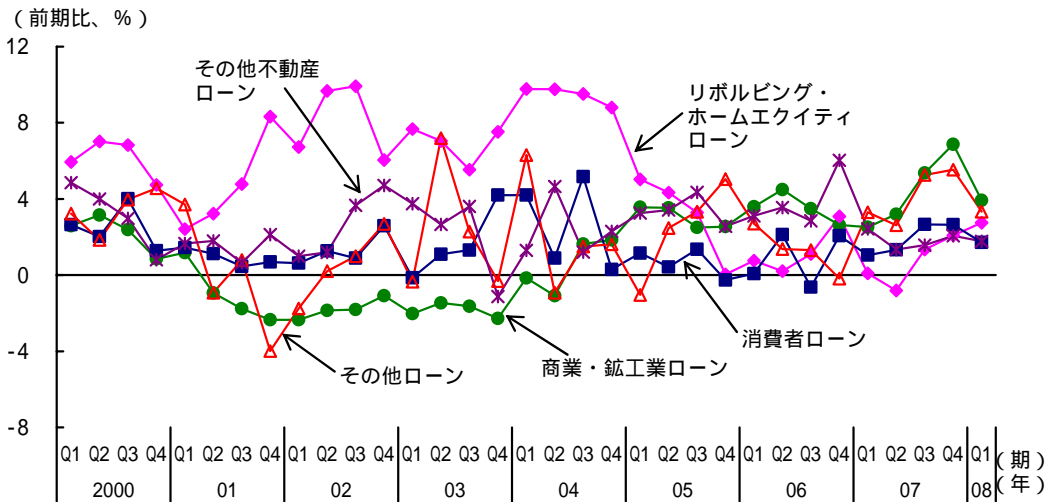
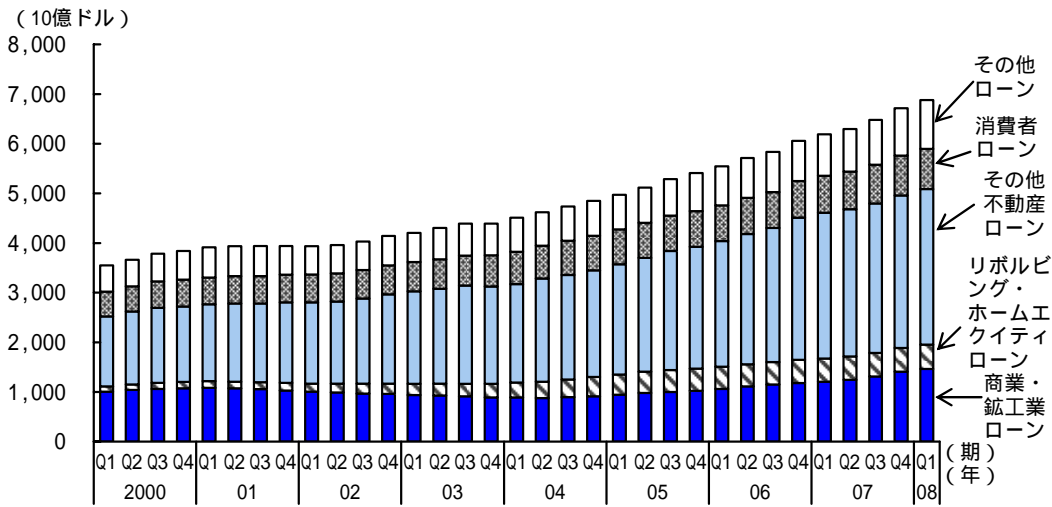
(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。  
 2. 数値は、過去3か月に貸出し基準を「引き締めた」と回答した銀行の割合から「緩和した」と回答した銀行の割合を引いたもの。  
 3. 住宅モーゲージローンについては、07年4～6月期以降は「サブプライム」ローンの値。

ただし、実際に商業銀行における貸付の動向をみると、全体で見れば今のところ堅調に増加しており、貸出基準の厳格化の影響は顕在化していない（第2-1-21図）。この一つの背景としては、金融資本市場の混乱により、社債やC P（コマーシャル・ペーパー）等による資金調達が困難になったことから、企業が金融機関からの借入にシフトしていることが考えられる。さらに、個人への貸付に関して、消費者信用残高の動きをみても、これまでのところ増加傾向が続いており、明確な減少はみられていない（第2-1-22図）。

しかし、金融機関における貸出基準の厳格化の影響は今後顕在化する可能性があり、銀行貸付の伸びが鈍化するなどして消費や設備投資が抑制される可能性について、注視が必要である。

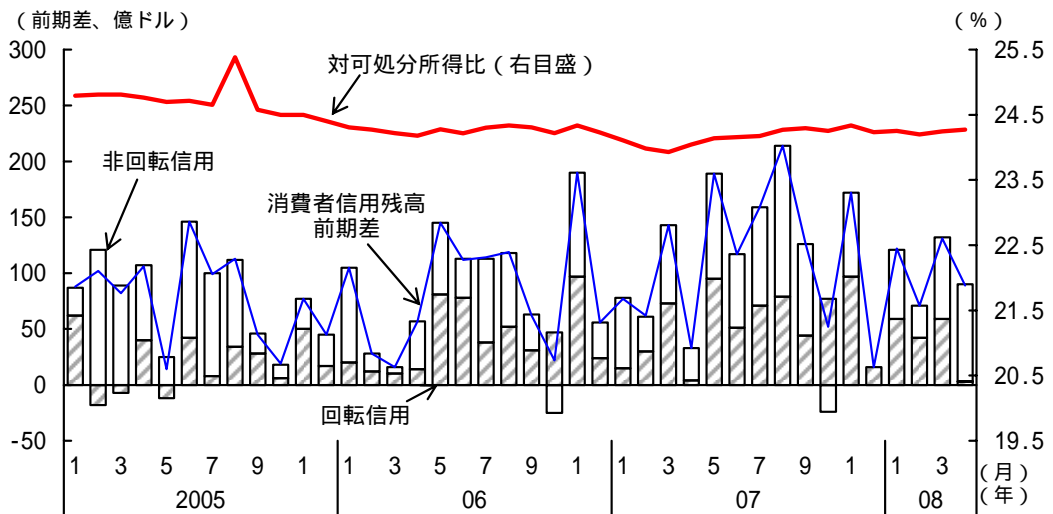
また、第1章でみたように、3月以降金融資本市場はやや落ち着きを取り戻しており、金融機関の側にも自己資本を増強する動きがみられるものの、今後相当程度の住宅価格の下落が予測されることなどから金融機関に大幅な追加損失が発生する可能性もある。金融資本市場の緊張が継続し、深刻化すれば、貸付の抑制を通じた実体経済への影響も拡大するおそれがある。

第2-1-21図 商業銀行の銀行貸付（ローン・リース部門）の推移



(備考) 連邦準備制度理事会 (FRB) より作成。

第2-1-22図 消費者信用残高の推移



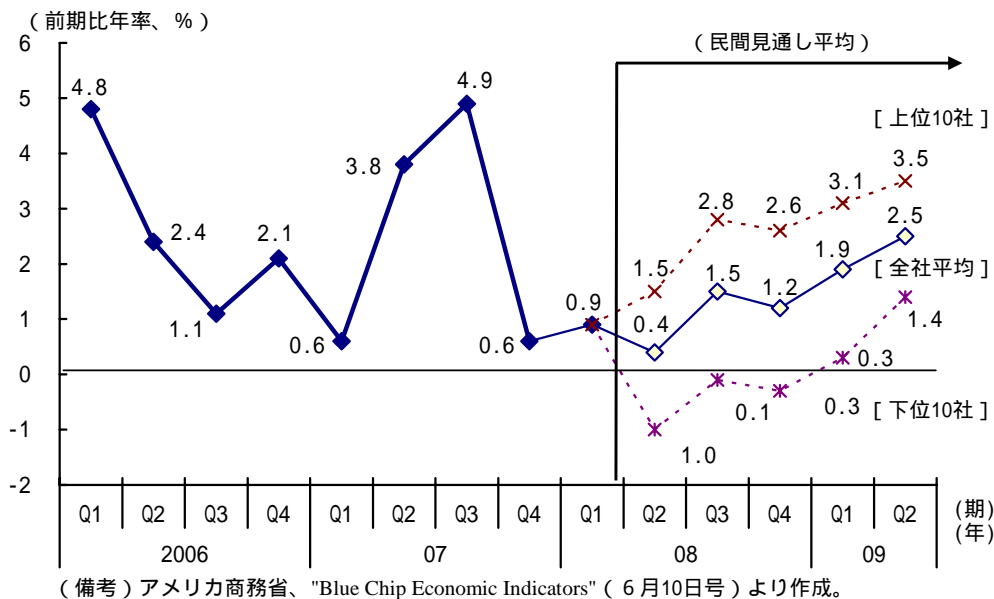
(備考) 連邦準備制度理事会 (FRB)、アメリカ商務省より作成。



## 景気後退懸念

ここで、先行きについて、民間エコノミストによる実質成長率の平均的な予測をみると、08年前半は低い成長に止まることが見込まれている（第2-1-23図）。さらに、市場や民間機関では既に景気後退局面に入っている又は年内に後退局面入りするとの見方も増えており、アメリカ経済が景気後退入りする懸念がある<sup>6</sup>。

第2-1-23図 実質GDP成長率の見通し

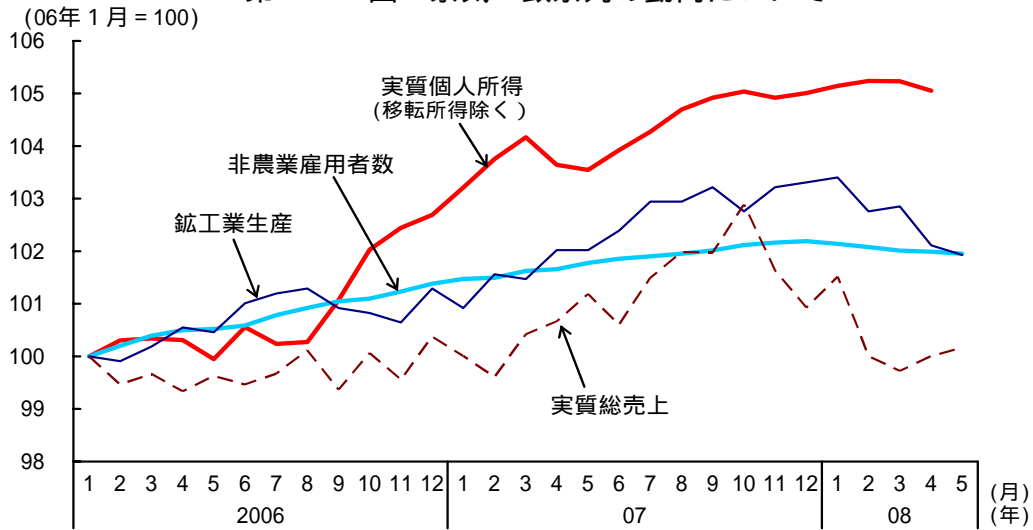


それでは、アメリカ経済は、現時点において景気後退局面入りしているのだろうか。NBERがGDP統計以外に重視・参照している四つの指標を指数化したものについて、その動きをみると、実質個人所得については足元おおむね横ばいの動きとなっており、非農業雇用者数及び鉱工業生産については07年末から08年初めを境に低下している。これらの指標は「既にピークをつけた」又は今後「ピークをつけようとしている」といった動きをみせている。また、実質総売上は07年10月をピークに11月から08年3月にかけて大きく低下し、その後はやや持ち直しているものの低い水準にあり、基調としては弱さがみられる（第2-1-24図）。したがって、本年初め又は昨年末を山として後退局面に入っている可能性はある。

<sup>6</sup> 民間調査機関（54社）におけるアンケート調査によれば、「アメリカ経済は景気後退入りしているか、若しくは08年に景気後退入りすると思うか」との問いに対して、46.5%がそう思うと回答している（"Blue Chip Economic Indicators" 6月10日号）。なお、バーナンキFRB議長は、「08年前半におけるGDP成長率は大幅には伸びず、わずかにマイナスになる可能性さえあり、「景気後退局面入りの可能性はある」と述べている（両院合同経済委員会における議会証言（08年4月2日））。



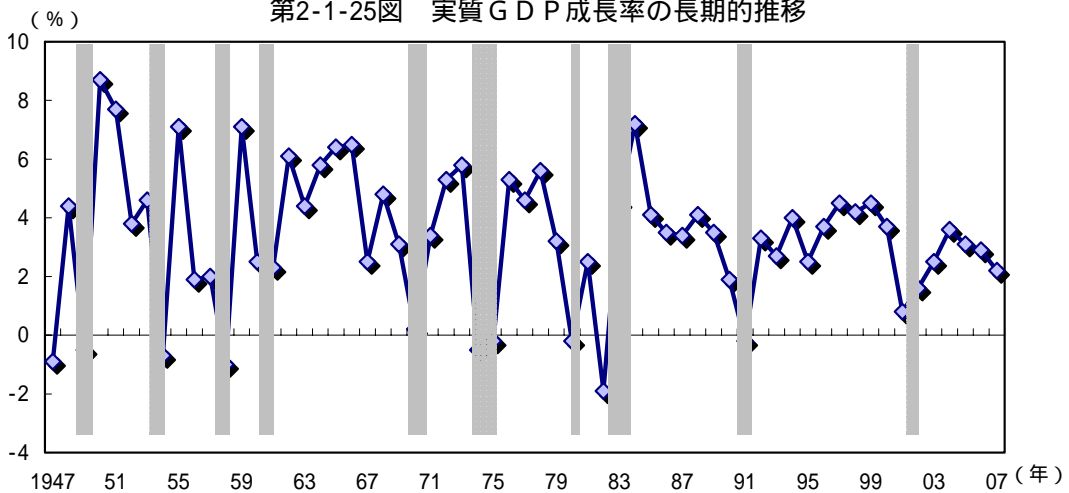
第2-1-24図 景気一致系列の動向について



- (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 ( F R B )、コンファレンス・ボードより作成。  
 2. N B E R ( 全米経済研究所 ) では、(1)実質所得 ( 移転所得を除く )、(2)雇用者数の二つの指標を特に重視しつつ、(3)鉱工業生産、(4)実質総売上も参照しながら、景気の山谷を決定する。  
 3. 「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を。

ただし、景気が後退局面に入ったかどうかという転換点の判断については、一定の期間が経過し、データの蓄積を待つ技術的に判断されるため、その最中にある場合には困難を伴う<sup>7</sup>。特に最近の十数年におけるGDP成長率をみると、おおむね良好かつ安定的な動きとなっており、また、過去と比較して経済の変動幅が小さくなっていることから、景気後退を認定する作業は一層微妙なものとなってきた ( 第2-1-25図 )。

第2-1-25図 実質GDP成長率の長期的推移



- (備考) 1. アメリカ商務省、全米経済研究所 ( N B E R ) より作成。  
 2. 網掛けは景気後退期を示す。

<sup>7</sup> バナンキFRB議長は、「景気後退はテクニカルな言葉」であり、「今からかなり間をおいて利用可能となるデータに基づき、全米経済研究所が判断する」と述べており、議長自身は、現時点では「アメリカ経済がそのような状況 ( 景気後退 ) に直面しているか否かについて述べる準備がまだできていない」と述べている ( 両院合同経済委員会における議会証言 ( 08年4月2日 ) )。

## コラム：アメリカにおける景気後退の判断

アメリカの景気循環に関する判定については、非営利の研究機関である全米経済研究所（National Bureau of Economic Research：NBER）が設置した景気日付委員会（Business Cycle Dating Committee）で行っている。アメリカでは、景気後退は、実質GDP成長率が2四半期以上にわたってマイナスになることといわれる場合もあるが、これはあくまでも「目安」である<sup>(注)</sup>。NBERでは、景気後退は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・小売売上高に基づいて判断している。このため、NBERは、景気循環の山谷を判断するため、経済活動全体をみるうえで最良の指標である四半期ごとのGDP統計に加えて、(1)（移転所得を除く）実質個人所得、(2)非農業雇用者数の二つの指標を特に重視するとともに、(3)鉱工業生産、(4)製造業の実質出荷高及び卸小売業の実質売上高（実質総売上）も参照している。さらには、こうした指標のみならず幅広い分野の指標も活用し、経済活動の方向だけではなく水準にも考慮して判断する必要があるとしている。

NBERでは、直近の景気循環の谷を01年11月と判定しており、以降、景気拡大局面にあるとされているが、景気循環の山は判定されていない。しかし、このことは必ずしも現在のアメリカ経済が景気後退期に入っていないことを保証するものではない。NBERは、景気後退を予測することはなく、通常は景気後退が始まってから6～18か月後に景気後退の開始時期を明らかにするからである。

（注）例えば、ITバブル崩壊の影響を受けて景気後退期となった01年においては、GDP成長率が2四半期連続でマイナス成長となることはなく、年ベースのGDP成長率もマイナスとはならなかった。

表 アメリカの景気循環

| 景気循環の谷   | 景気循環の山   | 拡張期間  | 後退期間 | 後退速度 |
|----------|----------|-------|------|------|
| 1945年10月 | 1948年11月 | 37か月  | 11か月 | -    |
| 1949年10月 | 1953年7月  | 45か月  | 10か月 | 6.7  |
| 1954年5月  | 1957年8月  | 39か月  | 8か月  | 10.5 |
| 1958年4月  | 1960年4月  | 24か月  | 10か月 | 14.7 |
| 1961年2月  | 1969年12月 | 106か月 | 11か月 | 2.8  |
| 1970年11月 | 1973年11月 | 36か月  | 16か月 | 2.6  |
| 1975年3月  | 1980年1月  | 58か月  | 6か月  | 12.2 |
| 1980年7月  | 1981年7月  | 12か月  | 16か月 | 8.6  |
| 1982年11月 | 1990年7月  | 92か月  | 8か月  | 10.7 |
| 1991年3月  | 2001年3月  | 120か月 | 8か月  | 5.0  |
| 2001年11月 |          |       |      | 1.4  |
| 平均       |          | 57か月  | 10か月 | 7.5  |

（備考）1. 全米経済研究所（NBER）より作成。

2. 第二次世界大戦後の景気循環について2008年6月時点におけるNBERの判断を記載。

3. 後退速度とは、景気の後退にあたる四半期から谷にあたる四半期までの変化率を年率化したもの。

### 3. 景気後退リスクへの政府、議会及び金融当局の対応

住宅市場における調整の長期化・深刻化や、金融資本市場の混乱とそれによる実体経済の減速、景気後退懸念の高まりを受けて、アメリカ政府及び議会では、07年半ば以降、住宅市場の安定化策を数次にわたり発表するとともに、08年2月には緊急経済対策法を成立させ、減税等により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を講じている。一方、FRB(連邦準備制度理事会)では、07年半ば以降、政策金利や公定歩合を引き下げる金融緩和策を累次実施しており、景気後退リスクに対して迅速な対応をとるという姿勢を鮮明にした。また、金融資本市場における流動性不足についても、短期金融市場への様々な資金供給策を行っている(第2-1-26表)。

以下では、これまでにとられた財政金融政策について概観するとともに、その効果等について検討することとしたい。

第2-1-26表 最近におけるアメリカの財政・金融政策等一覧

| 金融政策 / 金融システムの安定化に向けた対応  | 景気対策  |
|--|---|
| <p><b>1. 大胆な金融緩和</b><br/>           FFレートの引下げ<br/>           (07年9月以降08年4月まで、計7回、5.25% 2.00%)<br/>           公定歩合の引下げ<br/>           (07年8月以降08年4月まで、計9回、6.25% 2.25%)</p>  | <p>緊急経済対策(08/2/13)<br/> <b>個人所得税の戻し減税(08/4/28より開始)</b><br/>           (1,170億ドル: GDP比 0.8%規模)<br/>           - 課税所得7万5千ドル以下の単身者に最大600ドル、<br/>           課税所得15万ドル以下の夫婦に最大1,200ドル<br/>           (上限を超える場合は超過額の5%減額)<br/>           - 最低支給額300ドル(収入や年金、適格退役軍人給付金の受取額等に条件あり)<br/>           - 納税者の子供一人につき300ドル<br/>           - 戻し減税が行われる期間: 08/4/28 ~ 7/11<br/>           企業の設備投資減税(510億ドル)</p>  |
| <p><b>2. 流動性リスクへの対応</b><br/>           FRBの窓口貸出における貸出期間延長と適格担保の範囲拡大(07/8/17、08/3/16)</p> <p>5中央銀行による協調行動(07/12/12、08/3/11)<br/>           (アメリカ・ユーロ圏・スイス・英国・カナダ)</p> <p>FRBによる新たな流動性供給の仕組み導入<br/>           預金金融機関を対象にした、入札形式によるターム物貸出制度<br/>           (Term Auction Facility)(07/12/12)</p> <p>プライマリー・ディーラー(*)を対象にした、入札形式によるターム物国債貸出制度<br/>           (Term Securities Lending Facility)(08/3/11)</p> <p>プライマリー・ディーラー(*)を対象にした、公定歩合によるオーバーナイトの貸付制度<br/>           (Primary Dealers Credit Facility)(08/3/16)</p> <p>JPMorgan・チェースのベアスターンズ買収に対するNY連銀の特別融資: 290億ドル(08/3/24)</p> <p>公的金融機関(FHLB)による住宅ローン担保債権(MBS)購入促進: 1,000億ドル</p> | <p><b>住宅ローン債務者救済策</b></p> <p>住宅ローンの貸付機関や回収機関に対する返済条件の緩和要請(07/4/17、07/9/5)</p> <p>政府機関(FHA)による住宅ローンの保険対象の拡大<br/>           ・FHAによる住宅ローンの借換え促進(FHA-Secure)(07/8/31)<br/>           ・対象住宅ローンの上限引上げ(08/2/13)<br/>           ・ローンの返済延滞者への保険拡充<br/>           (貸手による自主的な元本削減を前提に年内50万件を救済)(08/4/9)</p> <p>民間団体HOPE NOWによる救済促進<br/>           ・5年間の金利凍結を含む救済の枠組み設定: 対象は最大120万人(07/12/7)<br/>           ・延滞物件の差押えの30日間延期と解決策検討(08/2/12)</p> <p>GSEによる住宅ローンの買取りの促進<br/>           ・買取り上限額の引上げ(08/2/13)<br/>           ・ポर्टフォリオ保有資産に係る総額規制の撤廃(08/3/1)<br/>           ・自己資本比率の緩和 最大2,000億ドルの買取りが可能(08/3/19)</p> |
| <p>財務省による金融行政の抜本改革案(Blue Print)の提示(08/3/31)<br/>           G7共同声明で示された金融規制・監督強化(08/4/11)</p>   |   |

(備考)各種資料により作成。

(注)(\*)のプライマリー・ディーラーは、銀行及び証券ブローカー・ディーラー。

## サブプライム住宅ローンに問題に揺れる住宅市場への対策

最初に、景気減速の要因となった住宅市場への直接の対応策をみてみよう。まず、アメリカ政府は、07年8月31日に、住宅ローン債務を保証するFHA（アメリカ連邦住宅局）によるローンの融資保険制度の拡充等を柱とした住宅保有者に対する支援策を発表した。同支援策は、リセット（金利の再設定）に伴う返済金の上昇により返済に窮した借手への救済を中心に、FHA保険付ローンへの借換えを可能とするなどの支援策（FHA-Secure）や、住宅保有者に対するカウンセリングの拡充（差押え回避イニシアチブ）等を内容としている。

しかし、その後もサブプライム住宅ローンの延滞率は上昇し、住宅差押え件数も増加したことなどから、政府は、12月6日に、民間団体による住宅ローン保有者に対する救済策を含めた包括的な対策を発表した。民間グループ（カウンセラー機関、サービサー機関、投資家、その他モーゲージ関連団体で構成）がまとめた「HOPE NOW プラン」では、一部のサブプライム住宅ローン返済困難者を対象に、ほかの住宅ローンへの借換えや返済金利上昇の5年間凍結を含むローン条件の見直しに関する対応策が示されている。ポールソン財務長官によれば、08～09年にリセットを迎えると推定される約180万人のサブプライム住宅ローンの借手のうち、最大で約120万人が本プランにより救済が可能であるとしている。政府による対策としては、8月に発表したFHA-Secureについて、既存の住宅ローンの借換え後のローンも対象に追加することとし、08年末までに30万人以上を支援するとした。

08年に入ってから、住宅ローンの証券化の困難や金融機関の貸出基準の厳格化に起因する住宅市場の流動性低下に対応するため、2月13日に成立した緊急経済対策法の中で、これまで41万7,000ドルに設定されていたファニー・メイ（連邦住宅抵当金庫）、フレディ・マック（連邦住宅貸付公社）の住宅ローンの買取価格の限度額を、07年7月1日から08年12月31日の間に実行されるローンについては72万9,750ドルまで引き上げる措置を決定した。さらに、2月27日には、ファニー・メイ、フレディ・マックによる住宅ローン関連投資の上限額（ともに7,460億ドル）を3月1日で撤廃することが発表された。こうしたGSEs（政府支援機関）における買取単価上限額の引上げや投資上限額の撤廃が住宅市場の流動性の改善に寄与することが期待されている。

さらに、議会においては、金融機関における住宅ローン元本の削減を条件に新たに借り換えられたローンへのFHA保証の付与や、新規住宅購入者に対する優遇税制措置、差押え住宅の買取に当たる州等への補助金や融資といった複数のサ

ブプライム住宅ローン問題にかかる対策法案が審議されている。

これら住宅市場安定化のための対策については、貸手、借手双方のモラルハザードを招く危険性はあるものの、住宅市場の調整が一層深刻化し、金融資本市場のさらなる変動や信用収縮を回避するのに効果があるものと期待される。

(参考): アメリカ政府による住宅保有者への包括的な対策

### (1) 07年8月31日公表の対策

#### FHA (アメリカ連邦住宅局) 刷新法案 (Modernization Legislation)

FHAが融資保険の対象とする住宅ローンの頭金の基準の引下げ(現行:住宅販売価格の最低3% 0でも可)及び住宅ローン保険額上限額の引上げ(現行:一件当たり362,790ドル417,000ドル)等を実施。

#### FHAによる新たな支援策(「FHA-Secure」)

十分な信用を持っていても、金利見直しによるローン返済金額の上昇のため期日通りに返済ができない借手を支援するため、既存の住宅ローンの借換えローンもFHAの保険対象に追加。また、FHAは保険手数料をリスクに応じて設定できるよう見直しを実施。

#### 税制上の優遇策を議会に要請

住宅ローンを解約し住宅を売却せざるをえなくなった場合、金融機関によって住宅の売却価格を超える住宅ローンの部分が債権放棄されると、現行の税法ではその金額が課税所得として扱われるため、こうした場合でも債権放棄されたローンを課税所得として扱わないようにするための法案を要請。(07年12月に法成立。)

#### 住宅差押え回避イニシアチブの始動

ジャクソン住宅都市開発長官及びポールソン財務長官が、FHAやフレディ・マック、ファニー・メイ等に対して、住宅差押えに関するカウンセリングを拡充し、住宅所有者が困難に陥る前に最適な住宅ローンをみつけることを支援するように働きかける。

#### 大統領直属の作業部会の立ち上げ

大統領直属の作業部会である「金融市場に関する作業部会」に対し、証券の格付け機関の役割と貸出手続きにおける格付けの活用状況や、証券化が住宅ローン市場と関連ビジネスに与えた変化等、住宅問題に関する広範な検証を指示。(08年3月に報告書発表。)

#### その他の取組

- ・住宅ローンの貸手からの借手に対する情報開示の改善
- ・住宅ローン貸出基準の強化
- ・州単位での住宅ローン業者の包括的な登録制の検討
- ・住宅ローン業界内の不正や犯罪行為の追及
- ・大統領指揮による金融に関する教育強化のため取組

### (2) 07年12月6日公表の対策

#### 1. HOPE NOW プラン(サブプライム住宅ローン救済策)

- ・「HOPE NOWプラン」は、民間グループであるHOPE NOW<sup>(注1)</sup>が取りまとめたサブプライム住宅ローン債務者への救済策。
- ・サブプライム住宅ローン<sup>(注2)</sup>の借手のうち、貸出し当初の低い金利のままであればローン返済が可能であるが金利変更により返済困難に陥ってしまう者を対象に、借換えやローン条件の見直しに関する「新たな業界横断の基準」を提示。
- ・対象者は、08~09年に金利リセットを迎えると推定される約180万人のサブプライム住宅ローンの借手のうち、最大約120万の住宅保有者(HOPE NOW推計)。
- ・救済方法

(i) 既存のローンから新規民間ローンへの借換え

(ii) 既存ローンのアメリカ連邦住宅局保険ローン(「FHA-Secure」)への移行

(iii) 現在の返済金利を5年間凍結

アメリカ政府は、これらの措置は民間団体による自主的な措置であり、納税者の負担や政府の強制を伴うものではないことを強調。

(注1)「HOPE NOW」とは、アメリカ財務省、住宅都市開発省の呼びかけの下で設立された民間グループのこと。カウンセラー機関、サービサー機関、投資家、その他モーゲージ関連団体で構成。

(注2)サブプライム住宅ローンは、ARM(ハイブリッド変動金利)型のもが多く、貸出し当初は低く抑えられた固定金利が適用されるが、2~3年後に市場金利にプレミアムを上乗せした変動金利に変更されるため返済額が急増する。

## 2. その他の対応策

(i) FHAによる取組(FHA-Secure)

既存の住宅ローンの借り換え後のローンもFHAの保険対象に追加。FHAでは、08年未だまでに30万人以上支援することを見込んでいる。

(ii) HOPE NOWの召集とHOPE NOWによる電話・ヘルプラインの開始

(iii) 住宅ローン市場の透明性、信頼性、公正性の向上に向けた対応

(iv) 議会に対する法案成立に向けた要請

FHAのローン保険制度の拡充を目的としたFHA刷新法案や、住宅ローンの債務免除額に対し免税措置を講じる税制優遇策等を議会に要請。

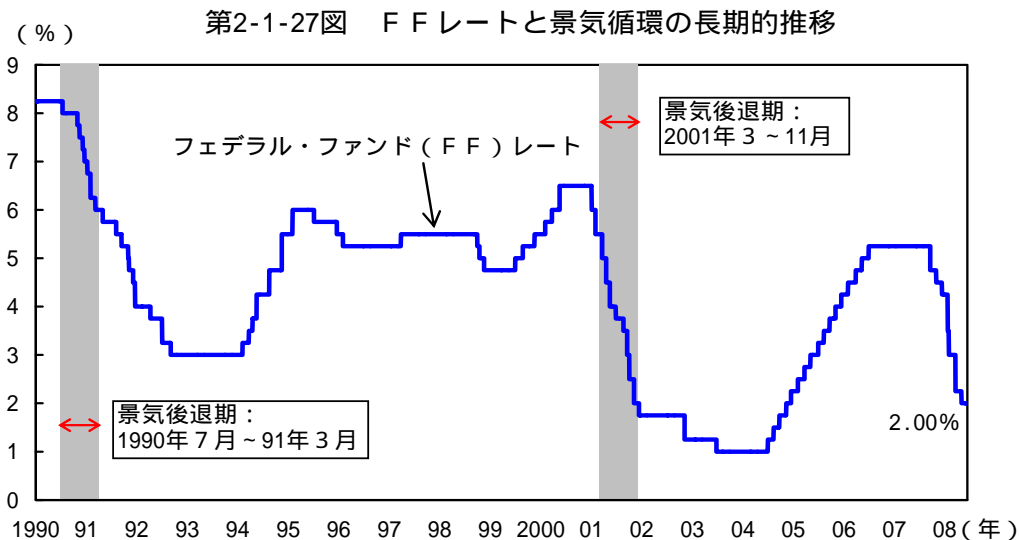
## F R B は政策金利の大幅な利下げを実施

金融政策の面では、サブプライム住宅ローン問題に対する懸念の高まりから金融資本市場において株価下落等の変動が生じたことを受け、07年8月17日に緊急に公表されたFOMC(連邦公開市場委員会)声明では「成長の下振れリスクが目に見える形で高まった」とし、これまで政策金利より1.0%ポイント高い水準に保たれていた公定歩合を0.5%ポイント引き下げ、5.75%にするなどの政策変更が行われ、市場への流動性供給が強化された。

しかし、その後も金融資本市場の正常化が進まず、サブプライム住宅ローン問題がさらに深刻化するなど、景気の下方リスクが高まったため、9月に開催されたFOMCでは、06年8月以来5.25%に据え置かれてきた政策金利(フェデラル・ファンド・レート(FF金利))を0.5%ポイント引き下げ、4.75%にすることが決定された(公定歩合も0.5%ポイント引下げ)(第2-1-27図)。以後、政策金利及び公定歩合の引下げが続いている。

特に08年に入ってから、世界的な株価急落等もあったことから、1月21日に緊急にFOMCが開催され、「経済の見通しの悪化と成長に対する下振れリスクが増大」し、「より広範な金融市場の状況は悪化を続け」ているとして、政策金利を0.75%ポイントと大幅に引き下げる決定がなされた。さらに、直後の1月29、30日の定例会合においても、0.50%ポイント引き下げる決定がなされたことから、10日弱の間において政策金利が合計1.25%ポイント引き下げられるという歴史的にも迅速な利下げが行われた。3月及び4月におけるFOMCでも政策金利は引

き下げられ、FF金利は2.00%（07年9月の利下げ以降累計で3.25%ポイントの利下げ）、公定歩合は2.25%となった。



- (備考) 1. 連邦準備制度理事会 (F R B)、全米経済研究所 (N B E R) 景気日付委員会より作成。  
2. シャドウは景気後退期。

### 現在の政策金利水準をどう評価するか

以上のように、07年9月以降、景気の下振れリスクに対処した政策金利の引下げ局面が続いた。しかしながら、FF金利の目標水準は、実質金利ではゼロ近傍又はマイナスとなる水準に達しており、既に相当緩和的な状況にあることや、08年3月半ば以降は株価等が比較的安定していることなどから、市場ではF O M C が利下げを休止するとの見方も出ている。

先行きについては、アメリカの景気後退局面入りの懸念がある中、住宅等の資産価格の下落等による実体経済への悪影響が懸念される一方、現在の金融緩和的な状況が今後の物価上昇につながるおそれもある。したがって、F R Bは、最大限の雇用の確保と物価の安定という二つの目的をどのように達成するかという難しい判断を迫られており、08年4月の利下げにおける際のF O M C 議事録からも、F O M C メンバーが、二つの目的の間で微妙な判断を迫られたことが明らかとなっている。

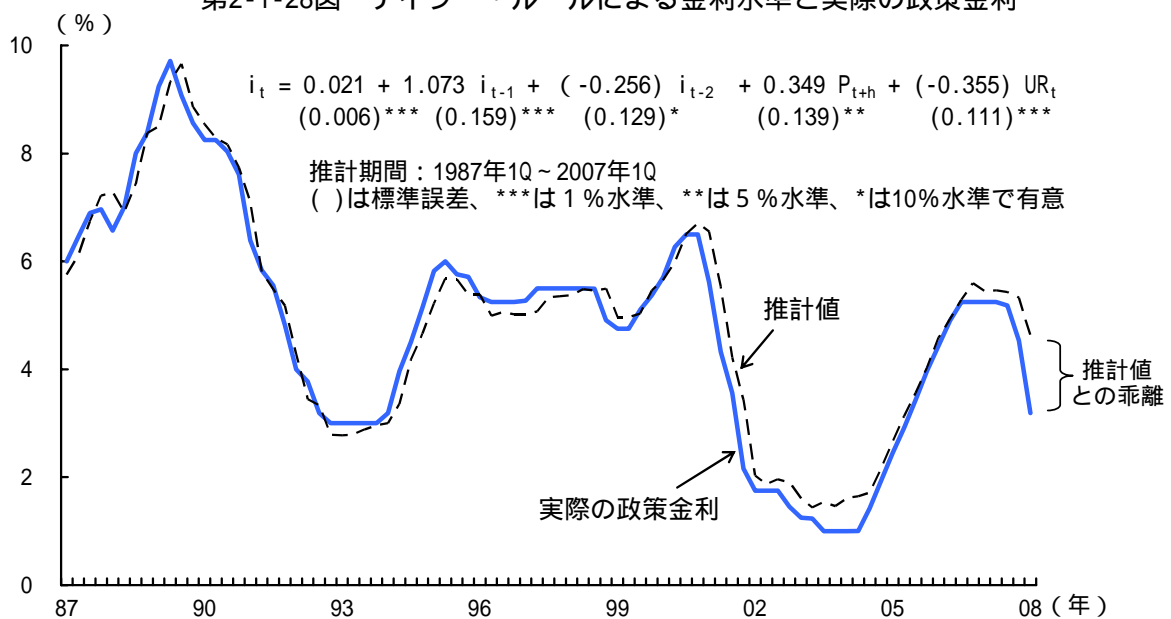
ところで、07年9月以降の利下げによって実現された現在の政策金利水準はどう評価できるのであろうか。実際のFF金利の推移とテイラー・ルール<sup>8</sup>に基づ

<sup>8</sup> テイラー・ルールとは、現実の物価上昇率が長期的に望ましい物価上昇率からどの程度乖離しているか、また、景気変動に対応する指標（例：G D Pギャップ）が均衡値からどの程度乖離しているかに応じて、



き推計した政策金利水準を比較すると、おおむね同じような動きとなっているものの、08年1～3月期においては、実際のFF金利の水準はかなり低いものとなっている（第2-1-28図）。したがって、FRBは、景気後退リスクの大きさ、特に、戦後最大ともいわれる金融危機に対応して、テイラー・ルール等で示される以上に迅速に金融緩和を行い、景気後退が深刻なものとなることを予防しようと試みてきたものと解される<sup>9</sup>。

第2-1-28図 テイラー・ルールによる金利水準と実際の政策金利



- (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)、ブルームバーグより作成。  
 2. 推計式  $i_t = \alpha_0 + \alpha_1 i_{t-1} + \alpha_2 i_{t-2} + \alpha_3 P_{t+h} + \alpha_4 UR_t + \epsilon_t$  ( $i$ : 政策金利 (FFレート)、 $P$ : コアPCEデフレーター上昇率、 $UR$ : 失業率) をGMMで推計。hは4四半期。操作変数として、説明変数及びCRR商品価格指数上昇率の4期までのラグ変数を用いた。内閣府『世界経済の潮流 2006年春』を参照。  
 3. 推計期間は1987年Q1～2007年Q1 (グリーンズパンFRB議長の在任期間は87年8月～06年1月、その後はバーナンキFRB議長。)

### 短期金融市場への流動性供給

FRBは、大幅な利下げと平行して、サブプライム住宅ローン問題に端を發した短期金融市場における流動性不足を解消するため、様々な資金供給策を実施している（第2-1-29表）。

政策金利水準を変化させる金融政策ルールである。ここでは、望ましい物価上昇率について先見的な前提を置かず、過去の政策金利を説明変数に入れ、自己回帰モデルで推計した。

<sup>9</sup> ミシュキンFRB理事は、07年8月に報告した論文で、資産価格がバブルであるかの評価が難しいことなどを理由に、金融政策は、資産価格より一般物価に着目すべきとした上で、ただし、ひとたび資産価格のバブルが崩壊し、实体经济に悪影響を及ぼす場合には、例えばテイラー・ルールで示されるより迅速に金融緩和を行うことにより、实体经济への影響を小さくすることができるとしている (Mishkin (2007))。07年秋以降の現実のFRBの政策運営はこうした考えに沿ったものとみることができる。



07年12月12日には、5中央銀行（F R B、E C B（欧州中央銀行）、B O E（イングランド銀行）、カナダ銀行、スイス国民銀行）による短期金融市場への資金供給に係る協調措置の一環として、入札形式によるターム物貸出制度（Term Auction Facility：T A F）が臨時に設けられた。同制度は、おおむね健全な預金金融機関及び連邦銀行窓口でプライマリー貸出しを受けられる金融機関のすべてが利用可能となっており、社債や資産担保証券等の広範な担保を受け入れることで効果的な流動性供給を行うものである。また、従来からの窓口貸出については、それを利用することで経営に問題があるとの風評が生じることが懸念されたため利用が少なかったことを考慮して、T A Fでは機関名を公表しない入札形式にするよう工夫された。

08年に入ってから、短期金融市場が再び引き締まったことを受け、3月11日に、5中央銀行が協調して市場への資金供給を行う旨を再び発表した。この中で、F R Bは、ターム物国債貸出制度（Term Securities Lending Facility：T S L F）を新たに導入した。同制度では、プライマリー・ディーラー（銀行及び証券ブローカー・ディーラー）に対し、適格債券を担保として、最大2,000億ドルの国債を貸し出すこと（貸出期間28日間。通常の国債貸出制度は翌日物。）としており、担保には連邦機関債、連邦機関発行のM B S（住宅ローン担保証券）、トリプルA格の民間の住宅ローン担保証券も含めることとした。同制度を活用することにより、プライマリー・ディーラーは国債を担保として資金調達することが可能となった。

さらに、3月16日には、F R Bは、市場の流動性を高め秩序ある金融市場の機能を促進することを目的として、ニューヨーク連邦銀行（N Y連銀）に対し、プライマリー・ディーラーを対象とした公定歩合によるオーバーナイト貸付制度（Primary Dealers Credit Facility：P D C F）の創設を許可した。これは、N Y連銀が、これまで連邦銀行から貸出を受けることができなかったプライマリー・ディーラーに対し、投資適格債券を担保（T S L Fより担保は広範囲）として、公定歩合と同じ金利で貸付を行う制度であり、貸付期間はオーバーナイトとされている。

また、08年3月には、アメリカの主要投資銀行の一つが資金繰りの悪化等に伴い、大手商業銀行に売却されるという事態も発生し、本件の買収に当たってはN Y連銀が290億ドルの特別融資を行った<sup>10</sup>。F R Bによるこれまでの流動性供給

---

<sup>10</sup> 主要投資銀行であったベア・スターンズをJ Pモルガンが買収するに当たっては、J Pモルガンが10億ドルを出資し、N Y連銀が290億ドルを特別融資する形で、ベア・スターンズが保有する金融資産を分離

策や上述の資金繰りが悪化した主要投資銀行の救済等が市場で評価されたことなどから、市場では、金融危機の最悪期は脱したとの見方が広がった。このため、3月半ば以降、ユーロドル・スプレッドや社債スプレッドは縮小傾向にあり、株価もこれまでの低下傾向から反転するなど、いくらか改善したように見える。しかしながら、住宅市場の調整は深刻化しており、証券化商品の価格動向や金融機関の損失の動向はなお見極め難いことから、金融資本市場の正常化にはしばらく時間がかかるものと考えられる。

第2-1-29表 連邦準備制度理事会（FRB）による流動性供給策の概要

|     | 預金金融機関   |                                     | プライマリー・ディーラー                                    |  |
|-----|--|-------------------------------------|---|--|
|     | 窓口貸出<br>(Discount Window)  | T A F<br>(Term Auction<br>Facility) | P D C F<br>(Primary Dealers<br>Credit Facility) | T S L F<br>(Term Securities<br>Lending Facility) |
| 発表日 | -  | 2007年12月12日                         | 2008年3月16日                                      | 2008年3月11日                                       |
| 頻度  | 随時<br>(金融機関の求め<br>に応じて)  | 予め設定された日<br>(月2回)                   | 随時<br>(金融機関の求め<br>に応じて)                         | 予め設定された日<br>(週1回)                                |
| 資金量 | 担保額に応じた額   | 予め設定された<br>(*1)                     | 担保額に応じた額  | 予め設定された額<br>(最大2,000億ドル)                         |
| 金利  | 公定歩合   | 入札で決定                               | 公定歩合  | 入札で決定  |
| 期間  | 90日まで可   | 28日まで可(*2)                          | オーバーナイト   | 28日まで可   |
| 担保  | 米国債、政府機関債、政府機関保証のR M B S及びC M O、<br>A A A / A a a 格の民間R M B S及びC M B S |                                     |   |  |
|     | 投資適格社債、地方債、M B S、A B S (*3)  |                                     |   |  |
|     | 国際機関債、外国国債、外国政府機関債、<br>社債、ミューチャルフアンド、<br>政府支援機関(G S E)株式等              |                                     |   |  |

- (備考) 1. 連邦準備制度理事会（FRB）より作成。  
 2. (\*1)の設定額は、07年12月は400億ドル、08年1、2月はそれぞれ600億ドル、3、4月はそれぞれ1,000億ドル、5月は1,500億ドル、6月は2,250億ドル。  
 3. (\*2)の期間については12月20日実施のものは35日間。  
 4. (\*3)について、T A Fは価格が得られる証券のみを対象。

## 緊急経済対策法の成立

政府による住宅市場の安定化策やFRBの金融緩和策等にもかかわらず、08年に入ってからは実体経済の悪化が顕著になり、市場や民間機関において景気後退への懸念が高まった。

こうしたことから、2月13日に成立した緊急経済対策法（Economic Stimulus

して管理するためのSPC（特別目的会社）を設立した。SPCが10年かけて資産回収を行い、仮にJPMorganに出資した金額を超える損失が発生した場合、特別融資分がその処理に充てられる。こうしたことから、NY連銀による特別融資については、公的資金の投入に近い性格を持つものと受け取られ、結果として金融資本市場の相対的な安定化に寄与した。

Act of 2008)には、個人所得税を還付する戻し減税や、企業の設備投資を促すための税制優遇措置を柱とする総額1,680億ドル(GDP比約1.2%)規模の財政出動が盛り込まれた。主な内容としては、まず、個人消費を促進するため、迅速かつ直接的な手段として、所得税減税(戻し減税)を行うこととしている。課税所得7万5千ドル以下の単身者に対し最大600ドル、課税所得15万ドル以下の夫婦世帯に対し最大1,200ドルの課税所得をそれぞれ還付することとし<sup>11</sup>、さらに、納税者の子供一人当たりについて300ドルの追加還付も実施するなどとしている。また、企業における設備投資の促進に資する税制優遇措置として、08年に行った新規の設備投資について、その費用の半額を追加控除できるように特別償却制度を設け、併せて中小企業に対する投資減税措置を行うなどとしている。ほかに、政府系金融機関における住宅ローン債権買取要件の緩和等の住宅市場対策も含まれている。

### 個人所得減税の効果

総額1,680億ドル規模(08年は1,520億ドル)の減税のうち、1,170億ドル(08年は1,070億ドル)とその大半が充てられているのが個人所得税の戻し減税措置である。IRS(内国歳入庁)による個人への還付は4月末より開始(銀行振込が4月28日、小切手の送付が5月9日)されており、7月中旬には還付が基本的には終了する予定である<sup>12</sup>。このため、08年4~6月期、7~9月期における個人所得の増加と、それに伴う年半ば以降の消費支出の押上げが期待される。

#### コラム：個人への戻し減税の効果

個人への戻し減税は、どの程度経済成長に影響を与えるのであろうか。その効果は、その時々景気情勢、減税措置の性格や対象範囲、その他付随して打ち出された政策内容等の様々な条件の違いによって結果が異なりうる。今回と同様の個人への戻し減税措置は、アメリカでは過去において、1975年、2001年及び2003年に実施されている(表1)。実証研究によれば一般的に戻し減税措置は消費刺激効果を持ったとされているものの、払戻し額のうち、短期的に消費に回された割合については、およそ1/3~2/3と、推計に幅がある(注1)。

<sup>11</sup> 課税所得が単身者で7万5千ドル、夫婦で15万ドルを超えると、超過額の5%が還付額から減額される。

<sup>12</sup> なお、アメリカ財務省の発表によれば、4月末から6月20日までの8週間に減税総額の約6割(約708億ドル)が還付済みであるとしている。また、納税申告の遅れがあった者への還付は遅れうるとされている。

例えば、75年の戻し減税措置（Tax Reduction Act of 1975）では、一時的な税金の払戻し1ドル当たりに対して、消費支出を12～24セント程度増加させたとされており<sup>（注2）</sup>、01年の戻し減税措置（Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001）では、受領した最初の四半期に20～40%程度が、次の四半期までに2/3程度が消費に回されたとされている<sup>（注3）</sup>。また、03年の戻し減税措置（Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003）では、子女扶養税額控除の増額に伴う還付から2四半期間における限界消費性向は0.3程度であったとされている<sup>（注4）</sup>。

01年の戻し減税措置については、半恒久的（10年間の時限措置）な大型減税の一部として行われており、かつ、当時の経済情勢においては住宅市場が堅調であり、家計は現在ほど債務負担を抱えている状況ではなかった。さらに、自動車メーカーによる大々的なインセンティブ販売も実施されていた。一方、今回においては、一時的な減税措置であることに加えて、家計では資産価格の低下や債務の増加等からバランスシートが悪化していることから、消費よりも消費以外の貯蓄や負債の返済に回る可能性が大き<sup>（注5）</sup>、消費支出への効果は小さいとする見方がある。しかし、過去と比較し減税規模が大きいことや、限界消費性向が高いとされる低・中所得者層が主たる対象となっていることから、ある程度の消費支出が見込まれ、景気を押し上げる効果が期待できるとの見方もある<sup>（注6）</sup>。

仮に今回の戻し減税措置の効果について、例えば、6月から9月までの4か月の間において均等の効果をもたらすとおおまかな仮定を置いた上で計算してみると、一時的な減税措置であることにかんがみ、仮にその2割が消費されるとする控えめな前提でも、GDP成長率寄与度にして4～6月期には0.6%ポイント程度、7～9月期には1.2%ポイント程度の押し上げ効果を見込むことができる（ただし、効果が4か月間に集中するとしたこの試算では、10～12月期は反動でマイナス寄与となる。）（図2）。

（注1）Joint Committee on Taxation (2008)

（注2）Poterba (1998)

（注3）Johnson et al (2006)

（注4）Coronado et al (2005)

（注5）I C S C（国際ショッピング協会）が行ったアンケート調査（5月15～18日）によれば、戻し減税があった場合の用途としては、消費が22%、貯蓄が27%、負債への充当が51%となった。また、N R F（全米小売協会）が行ったアンケート調査（4月29日～5月7日）によれば、何らかの消費が39.9%、貯蓄が19.0%、債務返済が26.6%、その他が14.5%となっている。

（注6）99年に我が国において実施された地域振興券の効果に関する実証研究では、一時的な振興券が配布された月内における限界消費性向は0.2～0.3程度であったが、より長期的な期間における最終的な限界消費性向は0.1に低下したとしている（Hori et al (2002)）。

表1 近年における個人所得税減税に係る還付措置の比較

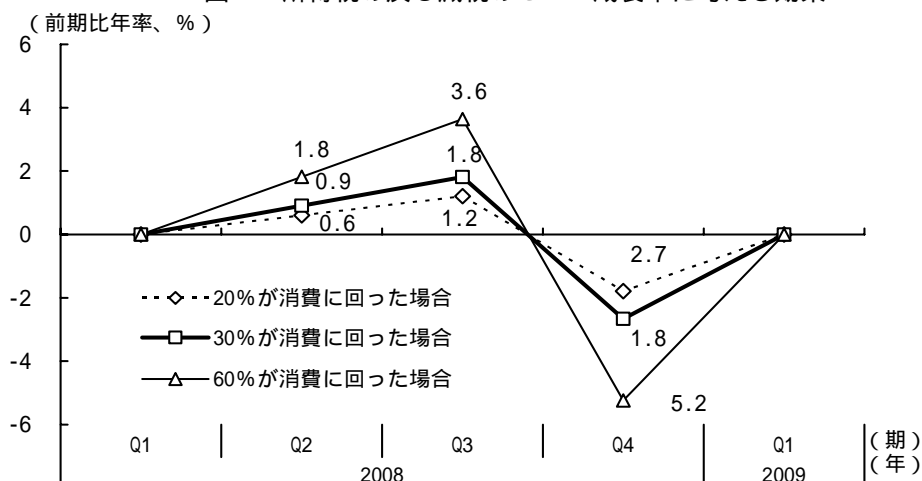
|        | 2001年  | 2003年   | 2008年(今回)   |
|--------|--|---|---|
| 法律名    | 経済成長及び減税調整法<br>(Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001) | 雇用と経済成長のための減税調整法<br>(Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003) | 緊急経済対策法<br>(Economic Stimulus Act of 2008)                                      |
| 法案成立時期 | 6月   | 5月  | 2月  |
| 還付実施時期 | 7～9月   | 7～8月  | 4～7月(予定)  |
| 減税内容   | 2001年1月以降における所得税率の引下げに係る遡及部分の還付  | 子供のいる世帯における税額控除枠拡大措置の前倒しに係る還付   | 課税所得7万5千ドル以下の個人課税所得15万ドル以下の夫婦世帯<br>課税所得が単身者で7万5千ドル、夫婦で15万ドルを超えると、超過額の5%が還付額から減額 |
| 実施金額   | 単身世帯:最大300ドル<br>夫婦世帯:最大500ドル<br>うち共働き世帯:最大600ドル                            | 世帯の子供一人当たり:400ドル  | 単身世帯:最大600ドル<br>夫婦世帯:最大1,200ドル<br>世帯の子供一人当たり:300ドル                              |
| 減税規模   | 380億ドル(名目GDP比0.4%)   | 140億ドル(名目GDP比0.1%)  | 1,070億ドル(名目GDP比0.8%)  |

(参考)

| 減税総額        | 1兆3,500億ドル<br>(2001～11年:11年間) | 3,500億ドル<br>(2003～13年:11年間) | 1,680億ドル<br>(2008～09年:2年間) |
|-------------|-------------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| うち初年の減税規模   | 740億ドル                        | 610億ドル                      | 1,520億ドル                   |
| うち個人減税の全体規模 | 410億ドル                        | 350億ドル                      | 1,070億ドル                   |

(備考) Joint Committee on Taxation (アメリカ両院合同税制委員会) 資料、議会財務省「財政金融統計月報」等により作成。

図2 所得税の戻し減税のGDP成長率に与える効果



- (備考) 1. アメリカ商務省より作成。  
 2. 名目GDPに対する寄与度。  
 3. 緊急経済対策法による戻し減税措置における08年の額(1,067億ドル)がどの程度消費支出に回るかとの仮定を置き、それが08年6月から9月までの4か月間に均等に消費されたと想定した場合の効果。

戻し減税が、個人消費を促すことで08年半ばの経済成長を一定程度押し上げ、景気を下支えしている間に、これまでの金融政策の効果が顕在化し、また、金融機関の資本増強策により金融資本市場が落ち着いていけば、08年後半以降、アメリカ経済は徐々に持ち直していくことが見込まれる。ただし、一回限りの戻し減税による押し上げ効果は、その規模と比較して限定的であると考えられ、また、効果が一時的なものとなることにより、その反動が生じる懸念もある。このため、

戻し減税の押上げ効果が薄れていくと考えられる08年後半以降の金融資本市場や景気の動きには注視が必要である。

#### 4．インフレーション懸念の台頭

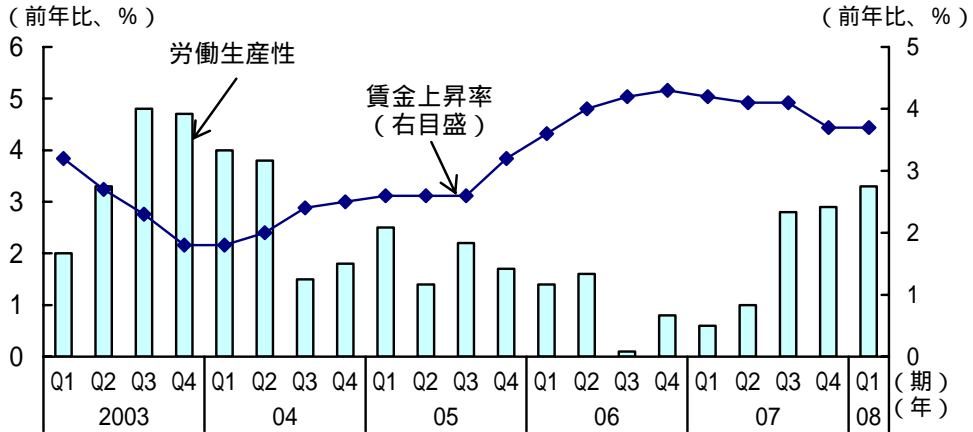
最後に、景気の下押し圧力を高めている重要な要因となっているインフレーションについて、みてみよう。

07年後半以降、原油等の資源価格や食料品価格は上昇傾向を強めており、エネルギー価格を中心に物価上昇が続いている（前掲第2-1-7図、同第2-1-8図、第2-1-30図）。一方、雇用コスト面からの物価上昇圧力はやや緩和している。非農業部門の労働生産性や賃金上昇率の推移をみると、労働生産性が07年7～9月期から04年4～6月期以来の上昇幅で改善している一方、賃金上昇率は07年10～12月期から雇用情勢の軟化に伴ってやや鈍化傾向にある（第2-1-31図）。ただし、消費者物価の上昇率が高止まりするようであれば、今後、賃金上昇に波及していくおそれがあると考えられる。



- (備考) 1. ブルームバーグより作成。  
2. 商品価格指数は、ロイター・ジェフリーズC R B指数。

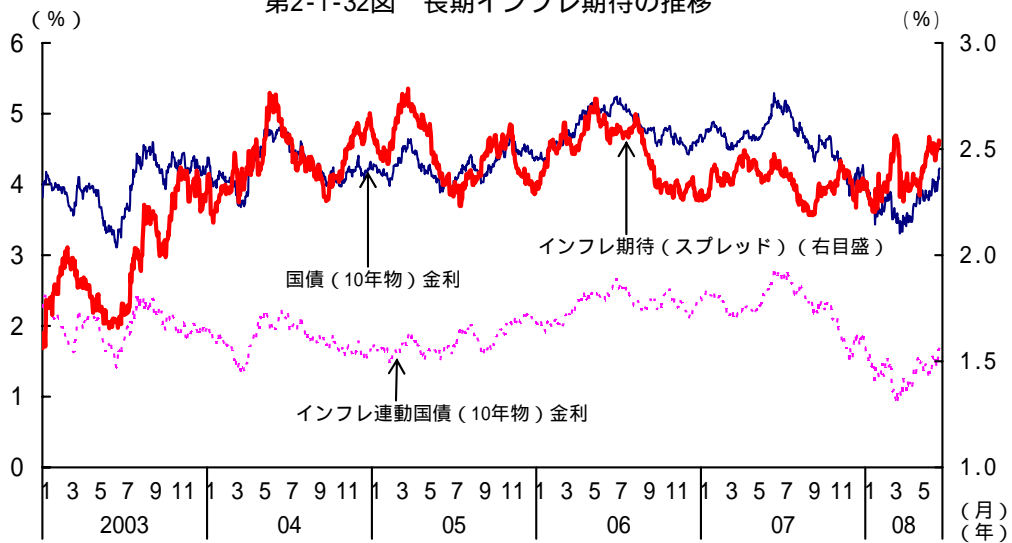
第2-1-31図 非農業部門の労働生産性と賃金上昇率



(備考) アメリカ労働省より作成。

このように、これまでのところの物価上昇はエネルギー、食料品価格を中心としたコストプッシュ型のものとなっている。インフレ期待をみても、インフレ連動国債と10年物国債の金利差でみた長期のインフレ期待は抑制されたものとなっている(第2-1-32図)。しかし、より短期では、このところインフレ期待がはっきりと上昇している(第2-1-33図)。また、原油等の資源価格の高騰は続いており、今後、その影響が国内物価にもさらに強く影響し、期待インフレ率のさらなる上昇につながるおそれもある。したがって、引き続き、景気及び物価動向については注意深く見守っていく必要がある。金融政策についても、景気後退の回避と物価上昇の沈静化という二つの要請の下で、一層難しい判断を迫られる事態に直面することも想定される。

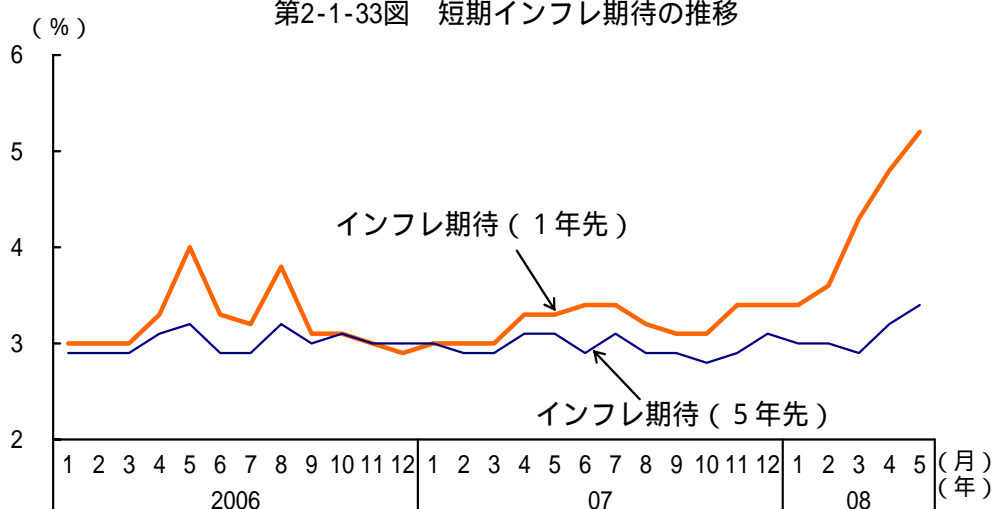
第2-1-32図 長期インフレ期待の推移



(備考) 1. ブルームバーグより作成。

2. インフレ期待 = 国債(10年物)金利 - インフレ連動国債(10年物)金利

第2-1-33図 短期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。

## 5. 今後の見通し

### 2008年は景気後退も懸念されるが、年後半には持ち直しの動き

アメリカの景気は弱含んでおり、景気後退局面入りも懸念される。

08年後半以降は、これまでの財政金融政策の効果が徐々に出てくることなどから、金融機関の資本増強策の効果等により金融資本市場の混乱が落ち着いてくれば、景気は徐々に持ち直すとみられる。このため、仮に景気後退局面に入る（入っている）としても、緩やかで短期的なものとなるとみられる。ただし、景気刺激策である戻し減税による消費の押し上げ効果については、4～6月期、7～9月期などに集中する可能性があり、それ以降については、その反動による消費の停滞の懸念もあり、その後の景気回復は緩やかになるとの見方が多い。

こうした見方に対しては、金融資本市場の混乱の長期化・深刻化、一次産品等の価格の高止まりや一層の高騰等の下方リスクも考えられる。一方で、金融資本市場が早期に落ち着きを取り戻す場合や物価上昇が早期に抑制されてくる場合には、より力強い回復軌道に乗っていく可能性もあると考えられる。

したがって、経済対策で景気が下支えされている間に、景気の足取りがどの程度力強いものとなっていくか、特に、金融資本市場が安定をどの程度取り戻せるか、今後の物価動向がどうなるかなどが注目される。