

## 政治危機がもたらす米国経済の日本化リスク

## 一 自律成長までの遠い道のり

日本リサーチ総合研究所 調査研究部  
主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314  
hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

現在足元で発生している経済問題の多くは、2000年代初頭から始まった世界的な不動産バブルの後処理が未だに続いていることに起因している。米家計部門のバランスシート調整は目途がつくまで1～2年は要する見込みであり、その間は財政支出による下支えが必要な状況である。しかし債務上限引き上げ法による歳出削減策により、3年前のような財政出動は期待できなくなった。さらに問題は、仮にバランスシート調整が終了しても、米経済にかつてのような力強い成長を期待できない点にある。米家計部門は借入に依存した消費体質からの脱却を図っており、景気が回復してもこの流れは止まらないだろう。

今米経済に求められるのは、「バランスシート調整に目途がつくまで経済を下支えする」と同時に「経済の構造改革を進めることによって期待成長の下方屈折を食い止める」ことである。これを実現するには、政治の強力なリーダーシップが必要とされるが、現状を見る限り、明るい見通しを描けそうにない。

### ■ 混乱するマーケット

8月5日、スタンダード&プアーズ（S&P）が米国債格付けを引き下げたのをきっかけに米国株式が急落、影響は欧州や日本、中国やブラジルなど新興国に波及し、世界同時株安の様相を呈した。弱気になった投資家はリスク回避志向を強め、格下げされた米国債に資金が流れて長期金利は急低下、為替市場では円が買われ、安全資産の金が大幅に上昇する展開となった。

マーケットが極度のリスク回避志向に陥った背景には、欧米諸国の景気後退懸念がある。純粋に格下げが嫌気されているのであれば米国債も売り込まれるはずだが、実際には「株式売り債券買い」という景気後退懸念を反映する典型的なパターンとなっている。世界の投資家がこれだけ弱気になっているのは、リーマンショック後に描いてきた景気回復シナリオが一気に実現性を失う可能性が出てきたからである。

### ■ 景気後退懸念の背景

#### － 長引くバランスシート調整

現在足元で発生している経済問題の多くは、2000年代初頭から始まった世界的な不動産バブルの後処理が未だに続いていることに起因している。かつて日本が経験したように、バブル崩壊後の経済では積み上がった債務を圧縮するバランスシート調整が行われるため、その過程で生ずる民間需要の減少を財政支出によって下支えしなくてはならない。この間、民間の債務が政府の債務に置き換わる形となるが、バランスシート調整が終われば経済は自律回復に向かい、税収の増加と政府支出削減によって財政赤字の削減も行われる。これが欧米の政府・当局が考えたシナリオであったに違いない。

問題はバランスシート調整がいつまで続き、その間、持続的な財政サポートが維持可能であるかどうかである。米経済は積極財政と金融緩和で危機を食い止め、昨年11月の追加的金融緩和（QE2）でデフレの元を断ったかにみえた。しかし実際には回復の前提となるバランスシート調整はまだ終わっておらず、期待された民需へのバトンタッチは時期尚早であることが明白となった。

#### － 政治危機によって次の一手が封じられた米経済

バランスシート調整が終わってない以上、米国経済はもうしばらくは財政支出によるサポートが必要な状態にある。しかし8月1日に可決となった債務上限引き上げ法により、追加的財政支出によるサポートは急速に実現性を失った。その過程で見えてきたのが、ティーパーティー（茶会党）という一部の超保守派の

意見が共和党全体の主張になってしまう想像し難い事実であった。こうした政治危機ともいえる事態に多くのマーケット参加者は恐怖感すら覚えたに違いない。米国債の格下げによって、こうした恐怖が現実となる可能性を感じ取った投資家が、株式などリスク性資産から急速に手を引いたのは無理もないことである。

### ■ 米家計部門のバランスシート調整はどこまで進んだか

－ 家計債務の削減は進展 ～適正水準までは1～2年要する見込み

実際のところ、米家計部門のバランスシート調整はどこまで進んでいるのだろうか。資金循環表でみると、米国の家計部門は08年以降、住宅ローンを中心に順調に債務返済を行っているのがみてとれる（図表1）。可処分所得に対する住宅抵当借入の比率をみても、一時は可処分所得に等しい水準に達していたのが、08年以降、低下基調にあるのがわかる（図表2）。もっとも、順調に債務削減が進んでいるといっても、過去のトレンドから計算した持続可能と考えられる水準まではまだ1～2年は要すると見込まれる。リーマンショックから数えると、米家計債務のバランスシート調整は約5年の期間が必要という計算になる。

一方、過去のトレンド線が適正水準を表す指標として妥当であるかどうかは検討の余地がある。2000年頃までの米経済の成長に回帰すると考える場合は同トレンド線が債務の適正水準として妥当かもしれないが、今後、米経済の期待成長が下方屈折するような状況になると適正水準は下方修正され、米家計の債務調整はさらに長引く可能性がある。

－ 資産価格下落により純資産の回復は限定的

バランスシートの資産側をみると、住宅価格の下落によって09年頃まで資産額は減少傾向となっている。その後下げ止まったものの、現在まで殆ど横ばい状態が続いている（図表3）。このため、債務削減は進んでいるにもかかわらず純資産の回復は遅れており、家計のバランスシートはまだ健全な状態に近づいたとは言えない。さらに、一時回復したかにみえた住宅価格がここにきて再び下落に転じており、二番底に突入する懸念も強まってきた（図表4）。足元では株価も下落基調にあることから、債務削減が進んでもバランスシートが健全性を回復しないというシナリオも念頭に置く必要があるだろう。

### ■ 問題の本質 ～2つの論点に解を見出せない米国経済

上記のように、米家計部門のバランスシート調整はいくつかの不確実性はあるものの、今後1～2年程度で目途がつく見込みである。バランスシート調整が終わり次第、景気が自律的に回復するのであれば、足元の株安は売られすぎということになる。実際にそうならないのは、マーケットが懸念しているのはバランスシート調整の進捗性にあるのではなく、以下2つの論点に対して明るい見通しを描くことができないからであろう。

論点①「バランスシート調整が終わるまで十分な政策支援が継続されるのか」

論点②「バランスシート調整が終われば米経済は元の成長軌道に乗れるのか」

論点①は先に示した追加的な財政支出に関する問題であり、論点②は米国経済の足腰（潜在成長）に関する構造的な問題である。

－ 行き詰まりとなった財政政策（論点①）

米経済は依然バランスシート調整下にあり、本来であればそれに目途がつくまで財政支出によって需要の下支えをしておく必要がある。財政赤字の削減には民間経済が成長して税収が持続的に伸びる必要がある。経済成長の見込みがないまま単に歳出カットしても本質的な解決にならない。

しかし上述のように、債務上限引き上げ法による歳出削減策によって、3年前のような大胆な財政出動は殆ど期待できなくなった。今後10年間で2.4兆ドルの赤字削減をしなくてはならず、これを2段階で実施

する計画となっている。このため、バランスシート調整に目途が付くまで支出拡大を継続し、その後中期的に思い切った歳出削減を行うといった機動的な対応策は打ち出しにくくなった。

財政支出によるサポートが難しいとなると、残された手段は金融緩和と為替政策（ドル安政策）しかない。金融緩和は資産価格の下落を食い止め、バランスシートの毀損を回避する上で有効な手段ではあるが、それ以上の効果は期待できそうにない。そもそも民間部門がバランスシート調整にある中、金融政策で民需を刺激することが困難であることは日本の例をみれば明らかである。一方、ドル安政策は、内需を刺激する手段が手詰まりになる中で、外需に活路を求める狙いが透けて見えるが、後述のように新興国経済にも陰りが見え始めており、その効果は未知数である。

－ 個人消費が牽引するかつての米国経済は期待できない（論点②）

（減速感が漂う米個人消費）

米家計の可処分所得は今年に入って伸びが頭打ちとなり、これに伴って消費支出も低下に向かっている。直近8月のミシガン大消費者信頼感指数は約31年ぶりの低水準に落ち込んでおり、個人消費は減速感が漂う状況となっている（図表5）。ここにきて中小企業を中心に人員削減が進んでいることや、住宅価格の下落や株安が影響していると考えられる。

（変化する消費行動と価値観）

リーマンショック以降、米国の消費者は経済情勢や所得環境に応じて消費支出を調整している。以前のような借入を前提とする過剰消費体質は影を潜め、あくまでバランスシートの改善を優先し、借入をせずに収入の範囲内でやりくりする傾向が強まっているようである。一例として、2009年に米Visaはデビットカードの利用がクレジットカードを上回るという前例のない結果を発表している。

こうした身の丈に応じた消費行動は、バランスシート調整が終了して景気が回復すれば元に戻るのではないかとの指摘もあるが、筆者はそうはならないと考える。震災以降の日本もそうであるが、消費者がニーズ（必要なもの）とウォンツ（欲しいもの）を区別するようになり、後者に基づく消費を控えるようになった点が多い（図表6）。米消費者は従来のようなウォンツ型の消費行動を控え、「本当にそれが必要であるか」「購入するだけの価値はあるか」「社会や環境のためになるか」といった点を考えるようになっている。

こうした米国消費の構造変化はそれ自体非常に好ましい行動と言えるが、マクロ経済の観点からみると、個人消費が牽引するかつての米国経済の成長は期待できないことを意味する。期待成長を下方屈折させないためには、競争力のある産業を育成する政策を打ち出し、そこで雇用を創出するという、経済体質の強化以外に方法はない。

－ 3年前ほどの力強さは期待できない新興国経済（論点①②）

日米欧とも財政赤字の問題によって追加刺激策を打つ手が限られている。特に欧州は金融のシステムリスクが横たわっており、今後中小を中心に資本不足で立ち行かなくなる金融機関が出てくる可能性は否定できない。リーマンショック後に世界景気を牽引してきた新興国経済は現在インフレ懸念に直面しており、かつての力強さは期待できそうにない。

日本のバブル崩壊時は世界経済が力強く成長していた時期であり、日本は外需によって支えられた部分が大きかった。しかし今回は日米欧そして新興国までも景気後退の懸念が強まっており、当時の日本よりも経済環境は厳しいといっている。

■ 投資家が恐れ始めたシナリオ「米国経済の日本化」

－ 債務問題の解決だけでは不十分

今、米国が対処しなくてはならないことは2つ、「バランスシート調整に目途がつくまで経済を下支えす

る」と同時に「経済の構造改革を進めることによって期待成長の下方屈折を食い止める」ことである。前者は必要条件、後者は十分条件となる。今回の問題が債務問題だけであれば、かつての中南米やロシアの債務危機のように、債務を速やかに処理（バランスシート調整）すれば経済は自ずと元の回復軌道に戻るはずである。しかし、日本の「失われた 20 年」が示すように、必要条件がクリアできたとしても（適切な処置だったとは言い難いが）十分条件が未解決のままである場合、経済は長期で停滞したままとなる。今や米国経済も同じような状況、すなわち「日本化リスク」に直面する可能性が出てきたと見てよい。債務問題を解決するだけで経済が成長軌道に乗れないところに今回の問題の深刻さがある。

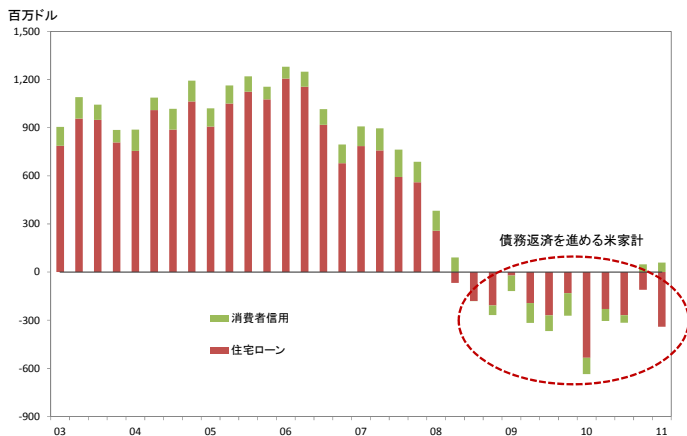
－ 雇用を生み出せない米国経済 ～必要なのは政治の強いリーダーシップ

欧米経済の構造的な問題は、「雇用を生めなくなった」ことにある。雇用を生めなくなった理由には、生産拠点の海外移転、教育水準の低下、格差拡大問題など、今の日本が抱えている問題と符合する。これらはいわば構造問題であり、経済の足腰を強化することによって借金体質からの脱却を図る必要がある。

こうした構造問題は、金融政策や財政赤字削減といった小手先の対策で実現できるようなものではない。それを実現するには強力な政治のリーダーシップが必要になる。しかし今の政治は、財政赤字削減の数字合わせに時間を費やしているだけで、こうした本質的な問題にメスを入れる気配がない。

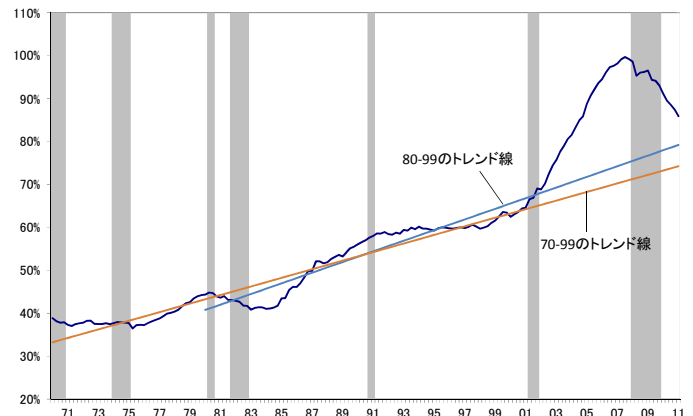
金融危機と財政危機が政治危機にまで発展している点に今回の問題の深刻さがあり、各国政府は株安が発しているメッセージを重く受け止める必要がある。

図表 1 米家計部門の債務削減の状況



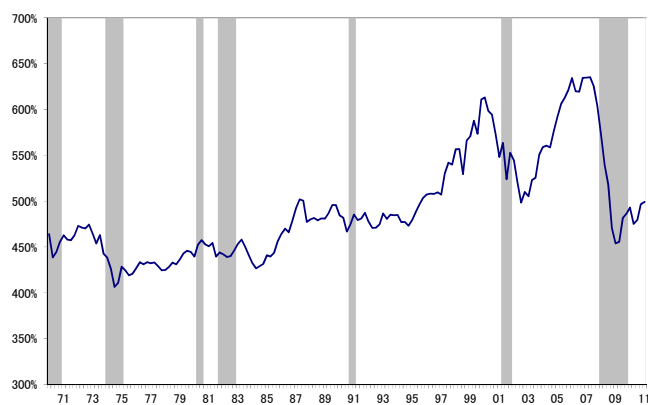
(出所) FRB「Flow of Funds」より作成

図表 2 住宅ローン／可処分所得比率の推移



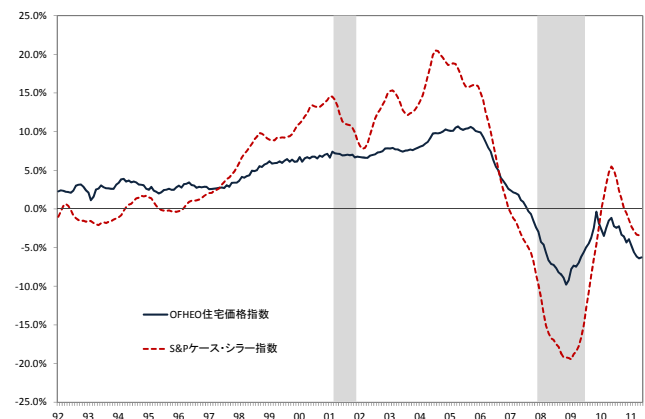
(出所) FRB「Flow of Funds」より作成

図表 3 純資産／可処分所得比率の推移



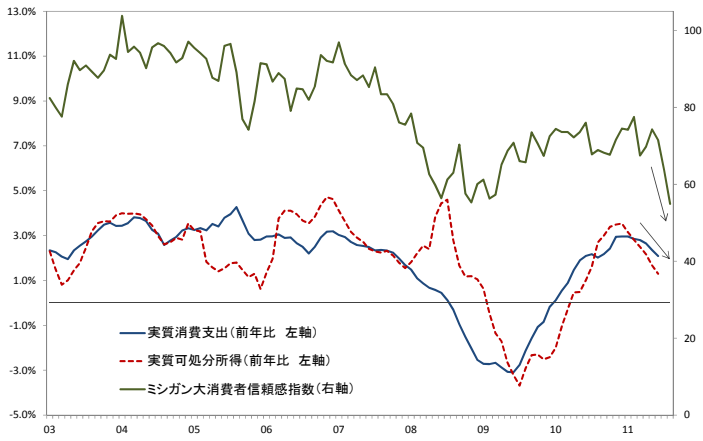
(出所) FRB「Flow of Funds」より作成

図表 4 住宅価格の動向



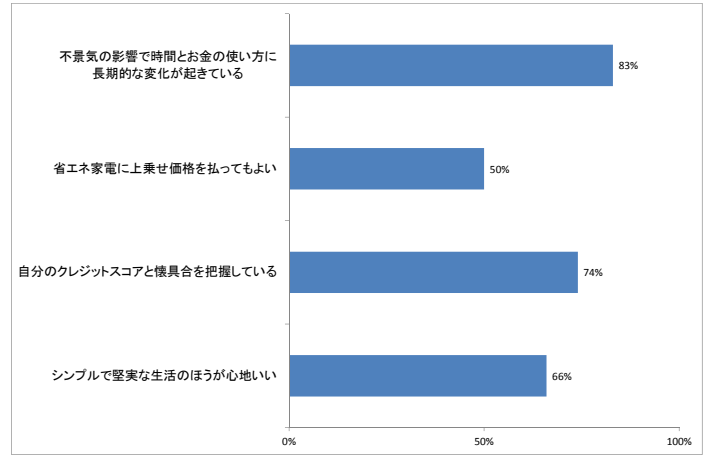
(出所) FHFI、S&P

図表5 消費と所得及び消費者マインドの状況



(出所) 米商務省、ミシガン大学

図表6 米国消費者の意識 (2009年)



(出所) ヤング・アンド・ルビカム「Brand Asset Valuator」