

米国は「浅い景気後退」に 直面するのか？



丸紅経済研究所
副所長

みかも てつひで
美甘 哲秀

1. 最近の米国景気

2007年秋以降、米国の経済成長率（GDP）は大きく鈍化しており、四半期で見ると年率1%に届かないペースとなっている。景気の先行きに対する悲観論が議論される背景として、主に以下の3点が指摘されよう。

第1に、2006年春に始まった住宅不況が底入れする兆しが見られないことである。新築住宅の在庫は1年近くまで積み上がっているうえに、2007年の住宅の差し押さえ件数は220万件（前年比75%増、リアリティトラック社）に達した。これは新設住宅着工戸数のピーク（200万戸程度）にほぼ等しく、このままでは新規の住宅建設需要は顕在化しにくい。住宅価格も、フロリダ州、カリフォルニア州、ネバダ州を中心に、下落に歯止めがかかっていない。

第2に、2007年夏以降、サブプライムローン問題が深刻化し、金融市場におけるリスク許容度が厳格化したことである。CP（コマーシャル・ペーパー）や社債などの市場参加者は、依然としてリスクを取ることに慎重な姿勢を示している。また、証券化商品に関連する損失によって金融機関の資本が毀損（きそん）しており、融資姿勢が消極化し、いわゆる貸し渋りが続いている。

第3に、信用収縮が続く中で、内需全般に勢いがなくなっている。これまで景気の下支え役

となってきた個人消費は、ローンの審査基準が厳しくなったほか、雇用環境の悪化もあり、精彩を欠いている。現状、ドル安や新興国の成長に支えられた外需の寄与によって、かろうじてマイナス成長を免れている状況である。

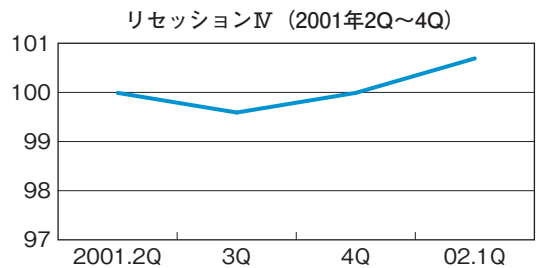
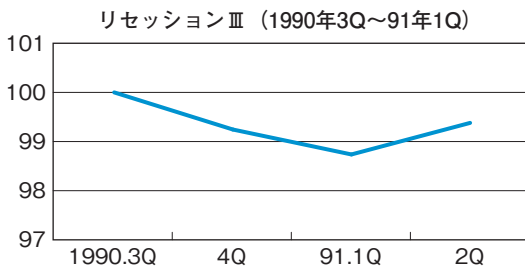
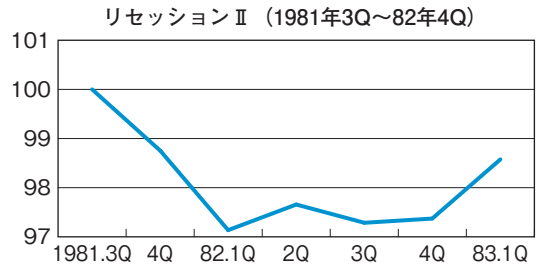
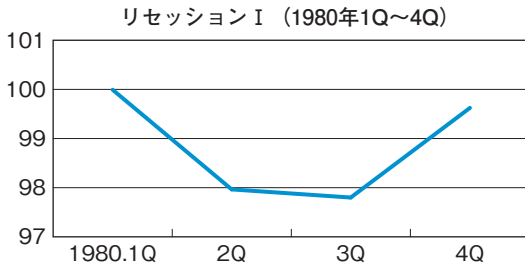
こうした中で、2008年に入って浮上してきたのが、米国の景気後退（リセッション）懸念である。景気後退とは、一般には「2期以上連続してGDPが年率でマイナス成長に陥る」ことである。ただ、厳密には、「広範囲にわたり経済活動が数ヶ月以上低下する時期」とされ、GDPばかりではなく、所得、雇用、鉱工業生産などの動向を総合的に判断して、全米経済研究所（NBER）が判定している。

2. 過去4回の景気後退

米国は、戦後の平時において10回の景気後退を経験している。1970年代までの35年間で6回、80年代以降の28年間では4回を数える。景気後退の期間で見ると、73年秋に起こった第一次石油ショック、また、79年に勃発（はつぱつ）した第二次石油ショックに関連した景気後退では、ともに16ヶ月の長期にわたった。この2つを除けば、70年代までは8～11ヶ月、80年代以降では6～8ヶ月と、2～3ヶ月ばかり短くなっている。

80年代以降の4回の景気後退の概要を見よう。I～IVの数字をつけて区分すると、まず、リセ

図1 景気後退期における生産活動



(注) GDP水準のピーク=100
(出所) 丸紅経済研究所

セッションⅠは80年2～7月に起こった。79年初めのイラン革命に前後して、イランの石油生産が急減したことにより、第二次石油ショックが発生し、79～80年の2年間で油価は2.6倍に上昇した。実は、77年から緩やかな金融引き締め政策は始まっていたが、油価急騰を背景に物価が上昇する中、FRBは利上げを加速化させ、80年4月、FF（フェデラル・ファンド）レートは18%のピークをつけた。こうした流れが景気後退の引き金を引いた一つの要因である。

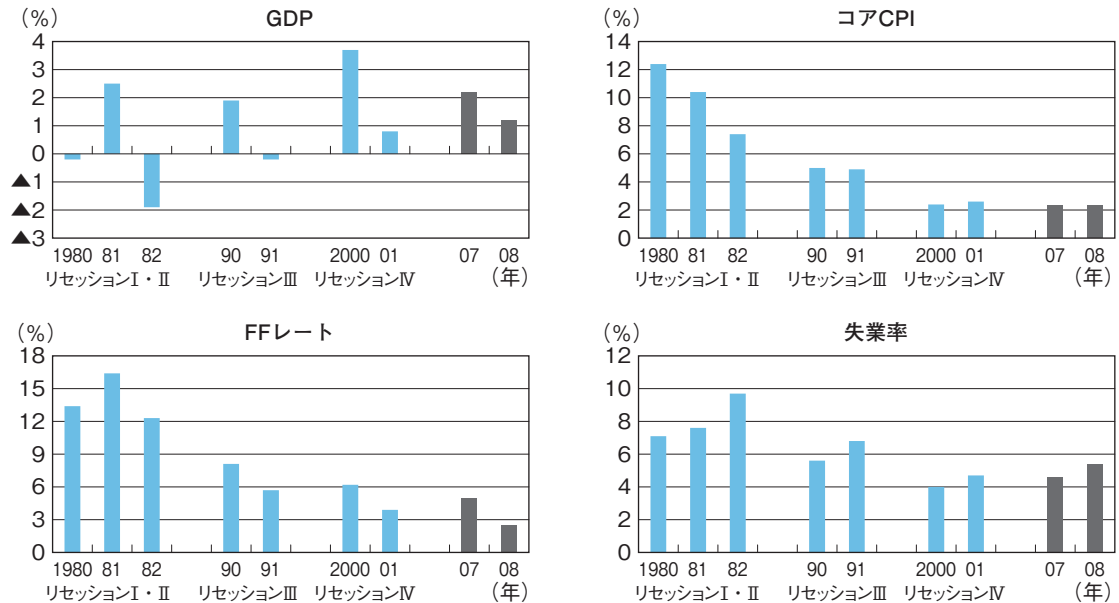
リセッションⅡは、81年8月～82年11月まで続いた。81年に入ってもインフレが高止まる中で金利は大きく変動を繰り返しながら、一時20%近くまで上昇した。こうした引き締め政策を背景に、リセッションⅠが終了した1年後に再び景気は後退した。

ちなみに、この2つのリセッションに見られる金利の変動は、79年夏、ボルカーFRB議長（当時）が導入した「新金融調節方式」を反映したものであった。70年代以降の米国経済にとってインフレ抑制は重要な課題となり、「金利

操作」から「マネーサプライの目標伸び率」を達成することをめざした金融政策に転換した。ボルカー議長の意図とすれば、マネーの安定的、漸進的な成長目標を実現することを通じて、インフレ期待を抑制し、物価、賃金、あるいはドルの価値に適切な影響を及ぼそうとしたのである。しかし、新たな方式は、マネーの目標値を達成しようとするあまり、かえって金利が乱高下するといった弊害が目立ってきた。82年10月、3年余の後、目標値を放棄するに至ったのである。

次のリセッションⅢは、90年8月～91年3月に起こった。ちょうど、イラクがクウェートを侵襲した湾岸危機のタイミングで景気後退が始まり、湾岸戦争が終了したと同時に景気は底入れした。景気後退期間中、イラク開戦が議論に上る中、消費者や企業家のマインドは低下した。これに呼応する形でFRBは積極的な金融緩和策を実施し、FFレートを8%から最終的には3%に引き下げた。これにより、91年のGDPはマイナス0.2%と小幅なマイナスとなった。

図2 景気後退期における経済環境



(注) 1. 2008年は丸紅経済研究所見通し
 2. コアCPIはエネルギー、食料を除く

直近のリセッションIVは2001年4～11月まで続いた。90年代末の米国では、いわゆる「ドット・コム」バブルが発生し、IT関連の需要が急速に盛り上がった時期である。しかし、ITバブルの崩壊により、多くのIT関連企業が淘汰され、かつ、設備投資が急速に縮小した。2001年9月には、同時多発テロが発生した。金融面では、2001年の1年間でFFレートは6.5%から1.75%へ引き下げられ、最終的には1%をつけた。政策金利が1%という歴史的超金融緩和は2003年央から1年間続くことになった。2001年のGDPは0.8%と、マイナス成長は回避した。

3. 景気後退期の経済環境

各景気後退期の第1期目のGDPを100とし、景気が底をつけ、そこから脱するまでの推移を見よう(図1)。ここで注目されるのは、「落ち込みが浅いか深いか」という生産活動の水準の問題と、「後退期間が短いか長い」という期間の問題である。これによると、景気後退のタ

イプは一律でなく、各局面において相異なる動き方をしていることが分かる。

リセッションI・IIはともに「深い」ものであり、かつ、IIは「長い」ものであった。IIでは、GDPはピーク比で最大3%落ち込み、期間も16ヶ月と長期化した。82年のGDPはマイナス2%まで低下したが、これは単年で見た場合、戦後直後の混乱期を除けば最大のマイナス幅であった。その意味でも、戦後最悪の景気停滞期であったといえる。しかし、リセッションIIIになると、比較的浅く、短期間で終了している。リセッションIVでは、生産活動は落ち込むというよりはほぼ横ばいの動きであり、かつ期間も8ヶ月の短いものであった。いわば、「浅く、短い」ものであった。

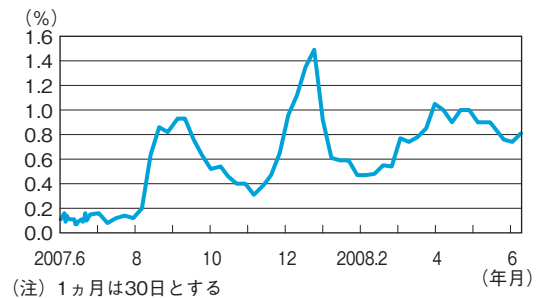
リセッションI～IVを取り巻く経済環境を比較してみよう(図2)。これを見ると、1つのポイントは物価の動きである。第二次石油ショックにおいては、原油輸出の制限という突如の供給ショックが短期間のうちに発生し、これに反

応する形で、企業は原油価格の上昇分を消費者に転嫁した。そればかりでなく、当時は人々のインフレ期待が高まり、非エネルギー関連の財・サービスにおいてもインフレが高進した。これを抑制するためには、積極的な引き締め政策を発動せざるを得ず、これが景気をオーバーキルしたといえる。その分、景気後退の傷は深くなった。

しかし、リセッションⅢにおいては、原油価格の上昇が緩慢であったこともあり、インフレは抑制が効いたものとなった。また、リセッションⅣでも原油価格の急騰が一時的には見られたものの、これも長続きしなかった。経済のグローバル化により、新興国から安価な輸入品の流入が可能となり、価格の引き上げが容易ではなかったという事情もあった。FRBは果敢に利下げを実施し、歴史的な水準にまで引き下げることができた。この点、80年代のような高インフレ、高金利の環境とは事情が違い、金融緩和策が景気回復に一定の役割を果たしたといえよう。

今回の経済環境を見ると、リセッションⅣに類似している。物価面でいえば、原油、穀物、金属を中心に資源高という逆風は吹いているが、コアCPI（消費者物価指数）は2%台半ばを維持している。今回の原油価格高騰は供給面の途絶というショックではなく、新興国の需要増に起因する需給ギャップ拡大という側面が強く、そのために上昇の度合いは相対的には緩やかであった。企業や家計が変化に適合する余裕があるといえる。また、人々のインフレ期待にはとりあえずの歯止めはかかっており、FRBはFFレートを2%まで引き下げ、実質金利をマイナスに誘導することが可能となった。財政面では、GDP比1%に及ぶ所得税の還付を決定し、可処分所得を補給することを通じて、消費を下支えしようとしている。こうした面からすれば、仮に、景気後退に陥ったとしても、2001年型の浅い景気後退で済む可能性は十分にある。

図3 A2/P2-CPとAA-CPのスプレッド



4. 最大の課題は金融市場の正常化

今回の景気後退の大きな問題点は金融市場にあると考える。サブプライムローンを組み込んだ証券化商品の価格が大幅に下落し、米国の金融機関は1,700億ドルの損失処理を実施した。産油国の政府系ファンドであるSWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）が資本増強に動いているが、金融機関のバランスシートが相当程度傷んでいることは事実である。資本の毀損が今後一層進行するようであれば、信用収縮は長期化する恐れがある。これは、まさに日本が90年代に経験したバランスシート不況ともいえる。また、社債と国債の利回りのスプレッドを見ると、依然として高い水準にある。高格付CP(AA)と低格付CP(A2/P2)の金利スプレッドも依然として開いている(図3)。すなわち、投資家のリスク許容度は改善されていない。したがって、金融市場の正常化が遅々として進展しないようであれば、リセッションⅣ型にとどまらず、Ⅰ～Ⅲに悪化する恐れは否めない。

2008年末になっても、景気の底入れが一向に視野に入ってこないとすれば、公的資金の活用といったことも^{せじょう}遑上^{せじょう}に上ってくるかもしれない。例えば、金融機関への資本注入や証券化商品の買い入れといった対応である。いずれにせよ、今後の住宅市場や住宅価格の行方は、米国経済を考えるうえで重要な鍵^{かぎ}になってくると考えられる。