

Ⅲ. 欧米経済見通し

1. アメリカ経済…「金融危機」と「実体経済悪化」の負の連鎖が持続

(1) 2008年回顧：サブプライム問題は金融危機に発展。景気も後退局面へ

a. 深刻化する金融危機

2008年のアメリカ経済は、「100年に一度」といわれる金融危機に見舞われ、世界経済を揺るがす震源となった。

2007年夏、「パリバ・ショック」で顕在化したサブプライム問題は、当初、関連商品への関わりを巡る疑心暗鬼に起因する流動性逼迫が問題の中心であった。それが2008年入り後も底打ち感のみえない住宅価格や実体経済の悪化に伴い、金融機関の収益悪化が一段と進むなかで、市場の懸念は金融機関の資本不足へと広がった。

このようななか、3月にサブプライム関連資産が多いとみられていた投資銀行大手ベア・スターンズが流動性危機に陥り、政府の支援のもとJPモルガン・チェースに買収された。これに際して、FRBは、それまで商業銀行に限っていた資金供給オペの対象を、プライマリー・ディーラーにまで拡大する措置（PDCF）を導入した。

その後、金融市場はしばらく小康を保っていたが、住宅価格の下落が続くなか、7月には、政府系住宅金融公社2社（ファニーメイ、フレディマック）の資本不足問題が浮上したほか、住宅ローンを主要業務とする地銀大手インディマックが経営破綻し、金融システム不安が再燃した。

これに対し、政府は、政府系住宅金融2社に対する政府保証などを骨子とする住宅支援法を成立させた。しかし、その間も多くの金融機関で経営悪化が表面化するなか、資本不足問題に市場の関心が集中し、秋口に向け金融システム不安は一段と深刻化した。

9月に入って、資本不足が懸念される金融機関を中心に流動性逼迫が深刻化した。政府は、7日に政府系住宅金融公社2社への公的資本注入を打ち出したが、14日には投資銀行大手リーマン・ブラザーズが経営破綻に至った。これを機に、金融機関相互の疑心暗鬼の強まりから、短期金融市場は機能不全に陥った。また、16日には同じく経営危機に瀕していた保険最大手AIGへの政府支援が打ち出され、政府・FRBの救済方針が一貫していないとの疑念が生じ、金融市場の混乱に拍車をかけた。資金調達の困難化は、高いレバレッジで運用を行っていた投資銀行やヘッジファンド等による保有資産の換金売り（デレバレッジ）圧力を強め、10月にかけて世界各地で株価が暴落した。また、アメリカの5大投資銀行は、破綻・合併・銀行持株会社化によって、すべて姿を消す事態にまで至った。

10月入り以降、FRBは流動性対策の拡充、大幅利下げなどを実施した。政府も、

銀行債務の保証、預金保護の上限引き上げなどに加え、不良債権買い取り等のための公的資金投入を骨子とした金融安定化法を成立させた。また、14日には、同法の枠組みのなかで金融機関に公的資本注入を行うことを表明した。

政府・FRBによる矢継ぎ早の施策を受けて、10月中旬以降は信用リスク関連指標の悪化に歯止めがかかるなど、金融市場の緊張は若干ながら緩和の兆しをみせている。もっとも、金融機関のCP発行は依然困難で、資金調達を多くをFRBの貸出に依存せざるをえない構図が続いている。

b. 2008年のアメリカ経済

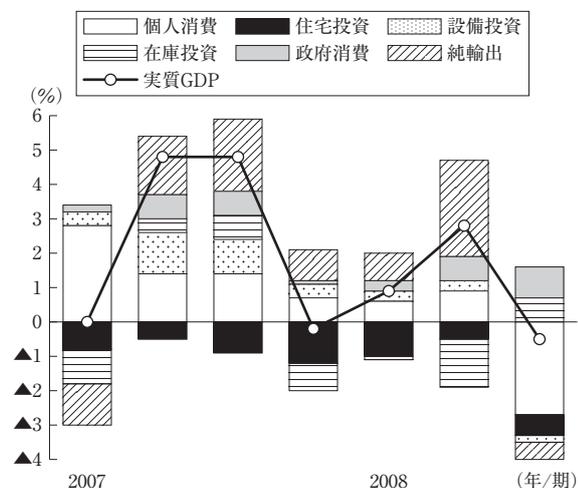
実体経済面では、2007年以來の住宅市場調整が続くなか、年前半は底堅い成長が維持されたものの、7～9月期は信用収縮の深刻化により国内民需が総崩れとなりマイナス成長（前期比年率▲0.5%）に転落した。その後も、多くの経済指標で悪化の動きがみられ、景気後退が進行中である。この結果、2008年の実質GDPは前年比+1.2%にとどまる見込みである（図表1）。

2008年前半に、辛うじてプラス成長を維持した背景は、①建設支出が前年からの好調を持続したこともあり、設備投資が底堅さを維持したこと、②ドル安や新興国の高成長を背景に輸出が高い伸びを維持したこと、等が挙げられる。また、春に実施された政府による所得税還付も個人消費を下支えする要因となった。ただし、①原油・ガソリンをはじめとした物価高騰、②雇用環境の悪化、など家計を取り巻く環境が悪化するなか、景気押し上げには至らなかった。

一方、9月のリーマン・ブラザーズの破綻は、そうした微妙な均衡を一挙に突き崩すインパクトとなった。これまでにない深刻な信用収縮が進んだ結果、金融機関は貸出態度を一段と厳格化した。これにより、企業および家計の資金繰りが逼迫し、企業の生産活動や家計消費が大幅に抑制された。この結果、7～9月期には、調整が続く住宅投資のほか、個人消費と設備投資も減少に転じた。まさに、金融危機の深刻化が実体経済への下押し圧力を一段と強める状況に至っている。

物価についてみると、年前半の原油価格や食品価格の高騰を背景に、消費者物価は夏場にかけて前年比4～5%台と、高い伸びで推移した。そうした物価高は、実質購

（図表1）実質GDP・需要項目別内訳（前期比年率）



（資料）アメリカ商務省

買力の低下、消費者マインドの低下を通じて、個人消費を抑制する要因となった。もっとも、夏以降の金融危機の深刻化と時を合わせて、原油価格が急速に下落し、消費者物価は秋以降急速に騰勢が鈍化している。

(2) 2009年のアメリカ経済をみるうえでのポイント

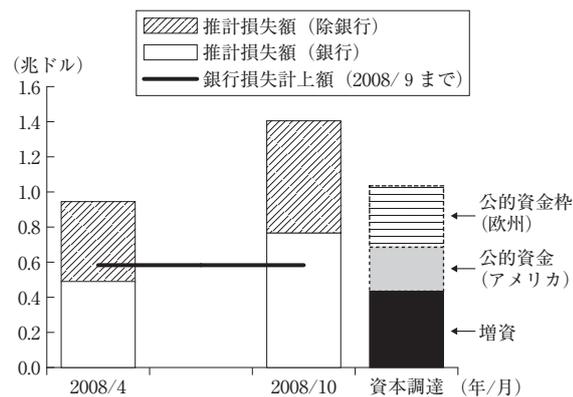
以下では、2009年のアメリカ経済を見通すにあたり、重要と考えられる三つのポイント、すなわち「金融危機収束のカギとなる住宅価格の下落はいつまで続くか」、「金融危機が実体経済にどのような影響を及ぼすか」、「オバマ次期政権による景気対策の効果」について検討する。

a. 金融危機と住宅価格下落はいつ収束するか

●金融危機は収束するか

IMFは、2008年秋に、サブプライム関連推定損失額を春発表の9,450億ドルから1兆4,050億ドルに、うち銀行の損失も、4,400～5,100億ドルから7,250～8,200億ドルにそれぞれ修正した。IMFの試算に基づいてみると、①銀行は2008年9月までに5,800億ドルの損失を計上済みであり、②欧米の公的資本注入枠が6,000億ドルに達するなか、損失計上は峠を越し、また、資本不足問題に対しても相応の手当てがなされた、という見方も可能である(図表2)。

(図表2) サブプライム関連推定損失額と資本調達状況 (IMF・2008年秋)



(資料) IMF, "Global Financial Stability Report - October 2008"

(注) IMF試算は、アメリカ貸付のみを対象としており、欧州での貸付は対象外。

しかしながら、以下の諸点を勘案すると、損失額はさらに膨れ上がる可能性が高く、結果として欧米金融機関の資本不足問題もくすぶり続けるとみざるをえない。

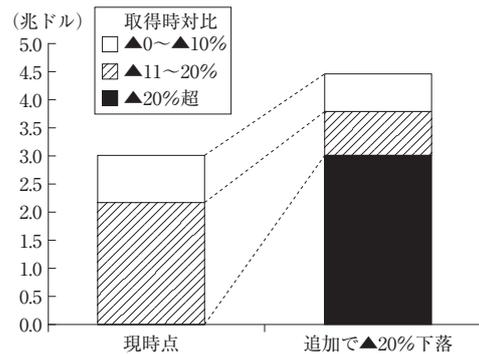
第1に、ヘッジファンドなど銀行以外の業態の破綻が銀行の損失につながる可能性がある。すなわち、これまで金融機関が損失計上した7,500億ドルのうち、銀行が5,800億ドルと約8割を占めている。ヘッジファンドは主に銀行からの借り入れを通じて資産運用規模を膨らませてきただけに、ヘッジファンドの破綻は銀行の損失に跳ね返るリスクが高い。

第2に、住宅価格の動向次第で住宅ローンの不良債権化が一段と進行するリスクがある。アメリカの住宅ローンはノンリコース型である。したがって、ローン残高以上に住宅価格が下落すると、借り手はデフォルトを選択しがちである。取得時の住宅価

格との対比でみて評価損に陥っているローン残高は既に3.0兆ドルに達していると推計される。今後住宅価格がさらに20%下落すれば、そうしたローン残高は4.5兆ドルに膨れ上がると試算される（図表3）。

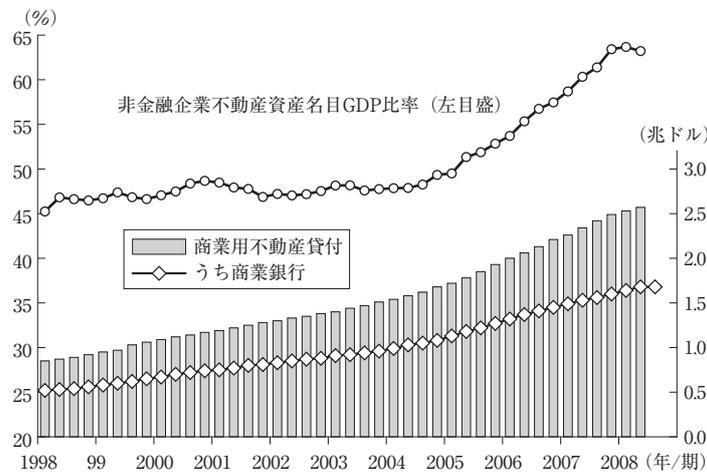
第3に、実体経済の悪化に伴い不良債権が増加する可能性である。とりわけ、商業用不動産価格が急落するなか、今後商業用不動産向け貸出を中心に不良債権化が急速に進む可能性が高い。非金融企業の不動産資産対名目GDP比率は、これまで45~50%で安定的に推移していたが、2005年以降上昇し、足許では60~65%に達している。商業用を含め不動産価格は約15%程度割高と試算され、2.5兆ドルに及ぶ商業用不動産向け貸出のうち、相当程度は不良債権化するリスクがある（図表4）。

（図表3）取得時対比評価損に陥っている住宅ローン残高



（資料）アメリカFRB“Flow of funds”、S&Pケースシラー住宅価格指数を基に日本総合研究所試算

（図表4）非金融企業不動産資産・名目GDP比率と商業用不動産貸付



（資料）アメリカ商務省、FRB

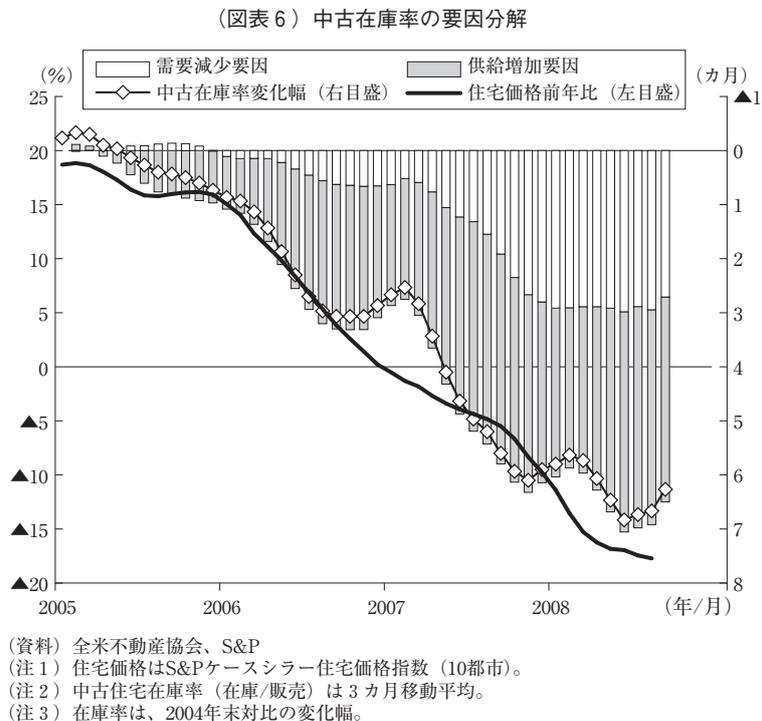
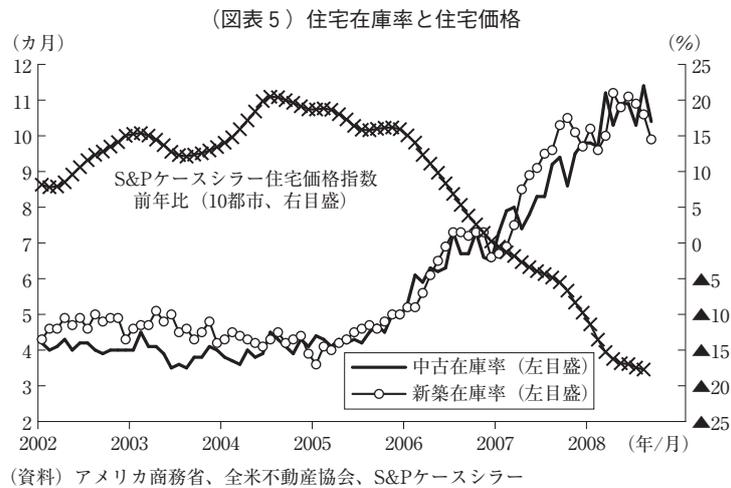
このほか、企業の信用リスクを売買するクレジット・デフォルト・スワップが急膨張するなか、今後企業倒産が頻発すれば、リスクの引き受け手を中心に損失が表面化する可能性がある。また、IMFの試算の対象とはなっていない欧州の非証券化貸付でも、住宅バブル崩壊を受け、住宅ローンの不良債権化リスクが高まっている。

以上を踏まえると、IMFによる直近試算以上に金融機関の損失が膨らむ可能性が高く、金融不安は容易には鎮静化しないとみられる。金融不安鎮静化のためには、少な

くともその根因である住宅価格の下落、それに伴う金融機関の資産劣化に歯止めがかかるのを待つ必要がある。

●持続するアメリカ住宅価格調整

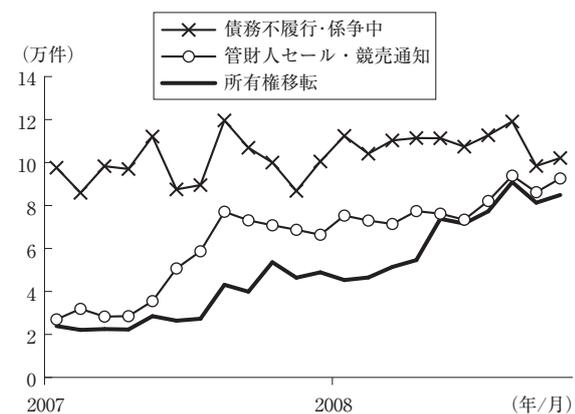
代表的な住宅価格指数であるS&Pケースシラー住宅価格指数（10都市）が、足許で前年比▲18%強もの大幅下落となっている。この背景には、住宅市場の約9割を占める中古市場での需給悪化がある。中古住宅の在庫率（月当たり販売戸数に対する在



庫戸数の比率を月数で表示)は、2008年3月以降10カ月前後と歴史的な高水準で高止まりが続いている。こうした在庫率の高止まりを背景に、住宅価格は2006年以降騰勢鈍化が明確となり、2007年以降は前年割れに転じている。両者の強い相関を踏まえると、在庫率が7カ月前後に低下するまで、住宅価格が前年比プラス基調に復帰するのは困難とみられる(図表5)。

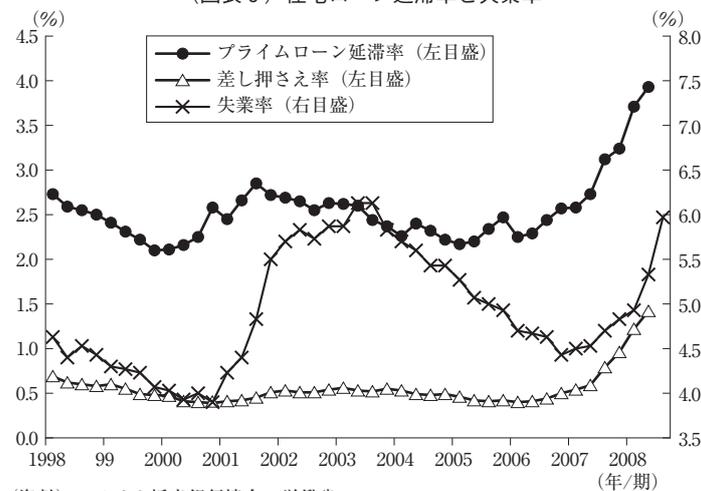
ここで中古住宅在庫率の上昇分を要因分解してみると、2007年は需要減退が主因であったのに対し、2008年入り以降は専ら供給増加が寄与している(図表6)。すなわち、需要面では、2007年後半にかけて投機目的の需要減退などから中古住宅販売が大幅に減少したものの、2008年入り以降は、年率500万戸前後で下げ渋り、一方的な減少に歯止めがかかっている。一方、供給面では、住宅ローンの差し押さえ件数の増加に伴う金融機関による担保物件の処分売りが、中古住宅の供給増加を招いている(図表7)。2007年までの差し押さえの対象は、信用力の低い借り手であるサブプライム層が中心であったものの、2008年入り以降は、雇用情勢の悪化が進むなか、相対的に信用力が高いプライム層でも差し押さえが急増している(図表8)。实体经济の悪化が進むなか、今後も差し押さえが高水準で推移する可能性が高い。

(図表7) 住宅差し押さえの推移



(資料) Realty Trac

(図表8) 住宅ローン延滞率と失業率



(資料) アメリカ抵当銀行協会、労働省

以上を踏まえると、住宅在庫、およびそれと密接な関係を持つ住宅価格の先行きは、供給を左右する金融機関による担保物件処分売りの動向が大きなカギになるといえる。そこで、今後の担保物件処分売りの動向をケース分けして、住宅価格底打ちの時期を試算した(図表9)。

第1のケースは、金融機関による処分売りの前段階である競売通知・管財人による売却通知が足許8万～9万件で推移していることから、所有権移転(金融機関による物件処分売り)件数が向こう1年間同水準で推移し、

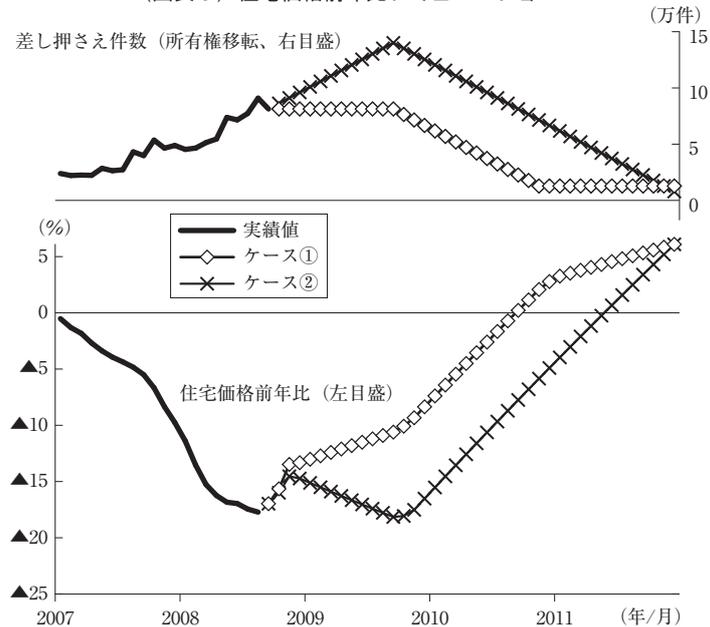
その後減少に転じるという想定である(ケース①)。この場合、住宅価格の下落率は徐々に縮小していくものの、向こう2年程度にわたって前年割れの状況が続き、プラスに転じるのは2010年秋頃になる。

第2のケースは、金融市場の混乱が深刻化するなかで、金融機関による物件処分売りが、2007年7月からのペースで向こう1年間増加し続け、1年後に減少に転じるという想定である。この場合、住宅価格は前年比▲20%前後の下落が向こう1年間続き、プラス転換も2011年半ば以降へと大幅に後ずれすることになる。

以上の試算を踏まえると、住宅価格の底打ちは、早くとも2010年央以降になるとみられる。なお、両試算とも、住宅需要の下げ止まりを前提に、中古住宅販売の伸びを、金利低下と雇用悪化が生じていた2000～2002年の平均伸び率(年率+3.3%)と同一と仮定している。金利上昇、金融機関による住宅ローン貸出姿勢の一層の厳格化などにより、住宅需要が再度下振れすれば、住宅価格の調整の終了がさらに遅れる可能性が高まることとなる。

ちなみに、家計の住宅資産・可処分所得比率は、2006年に200%にまで上昇してい

(図表9) 住宅価格前年比シミュレーション

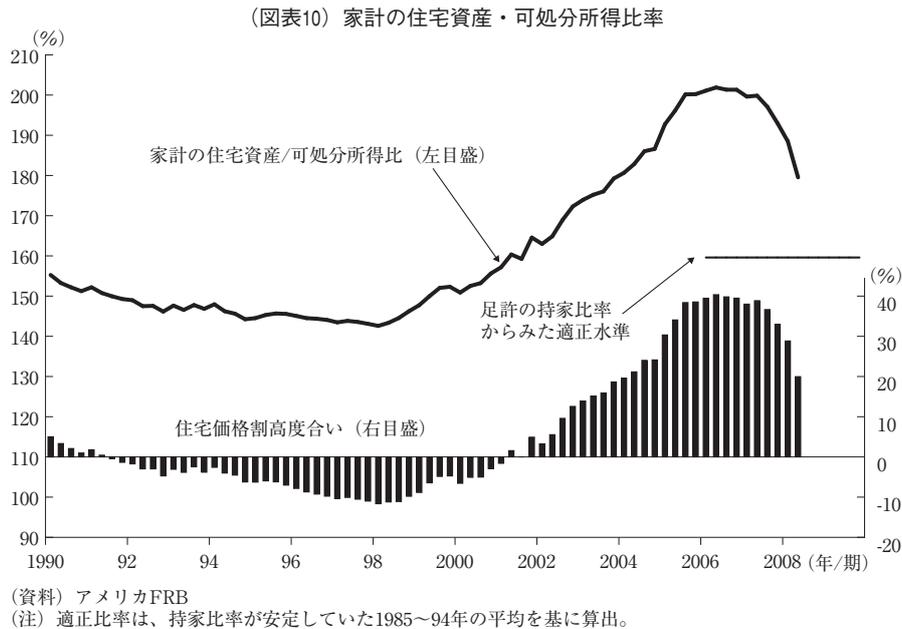


(資料) Realty Trac, S&P
(注) 住宅価格はS&Pケースシラー(10都市)。

【試算の前提】

- ・中古住宅販売は年率+3.3%
(雇用悪化と金利低下が生じた2000～2002年の6カ月前比年率平均値)
- ・住宅価格は、中古住宅在庫率から試算。
- ・住宅差し押さえの前提は以下の通り
- ケース①……所有権移転の前段階“Auction”が7～8万件で推移するなか、これを追って所有権移転も向こう1年現行水準で横這い、その後低下
- ケース②……所有権移転が2007年夏以来のペースで向こう1年増加、その後低下

たが、住宅価格下落を背景に足許では180%まで低下している。もっとも、持家比率から推計される適正水準対比では、依然として20%前後高い水準にある。最近の住宅価格下落ペースが続くと仮定すると、適正水準に戻るには少なくともあと1年程度かかる計算になる（図表10）。



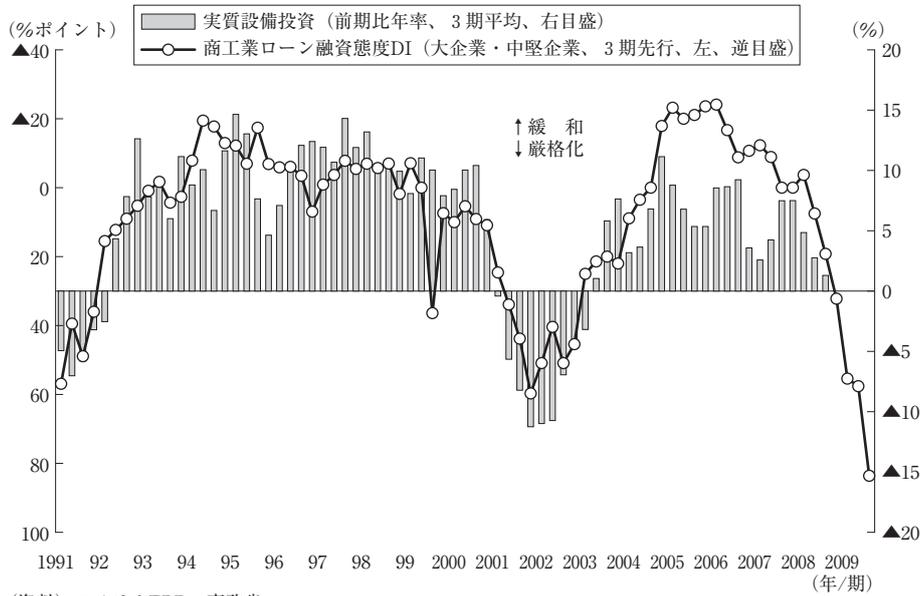
b. 金融危機の実体経済への影響

金融危機の深刻化は、資金制約の強まり・マインド悪化等を通じて、実体経済を大きく下押ししている。

金融危機の実体経済への影響としては、まず資金制約の強まりを受けた設備投資の下振れがある。すなわち、運転資金・設備投資資金などをCPや社債で調達している企業は、市場の混乱により資金調達が困難化している。また、資金調達が困難化し、資本制約が強まるなかで、金融機関は貸出抑制を余儀なくされている。このため、銀行の貸出態度DIは、住宅ローンのみならず、企業向けでも大幅に厳格化している。これまで商工業向けローンの貸出姿勢と実質設備投資が強い相関を有してきたことを踏まえると、足許での貸出姿勢の厳格化により、2009年後半にかけて、設備投資が大幅に減少するのは避けられない見通しである（図表11）。

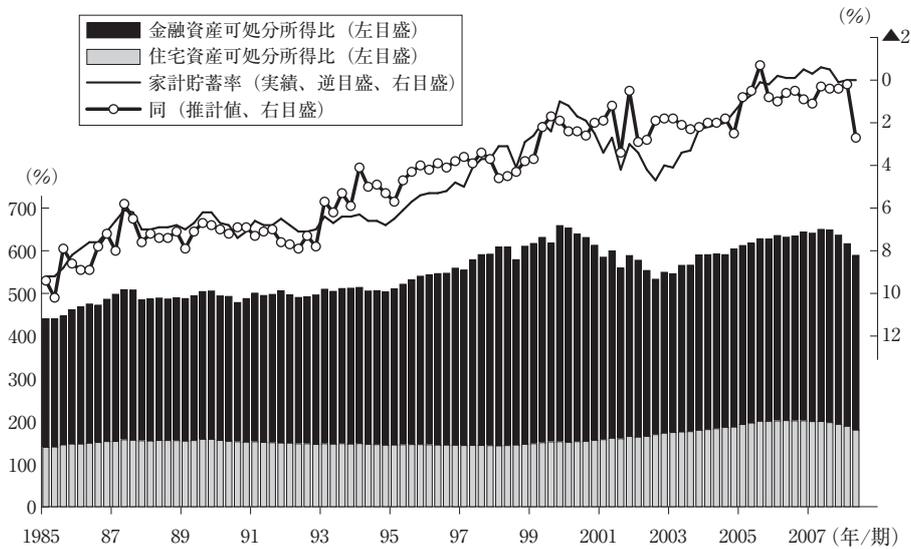
金融危機は、企業活動への制約のみならず、家計部門にも影響が及ぶ可能性が高い。一つには、住宅価格や株価の下落による逆資産効果がある。アメリカ家計が保有する金融資産と住宅資産の変化が家計貯蓄率に与える影響をみると、金融資産が可処分所得比で10%下落すると貯蓄率は0.35%、住宅資産の場合は同0.75%上昇すると試算さ

(図表11) 商工業ローン融資態度調査と実質設備投資



(資料) アメリカFRB、商務省

(図表12) 家計の住宅・金融資産可処分所得比率と貯蓄率



(資料) アメリカFRB、商務省

【推計式】
 家計貯蓄率 = 30.4 - 0.075 * 住宅資産可処分所得比
 (t 値) (50.0) (-19.3)
 - 0.035 * 金融資産可処分所得比
 (-20.3)
 R * R = 0.8874
 推計期間: 59/1Q ~ 07/4Q

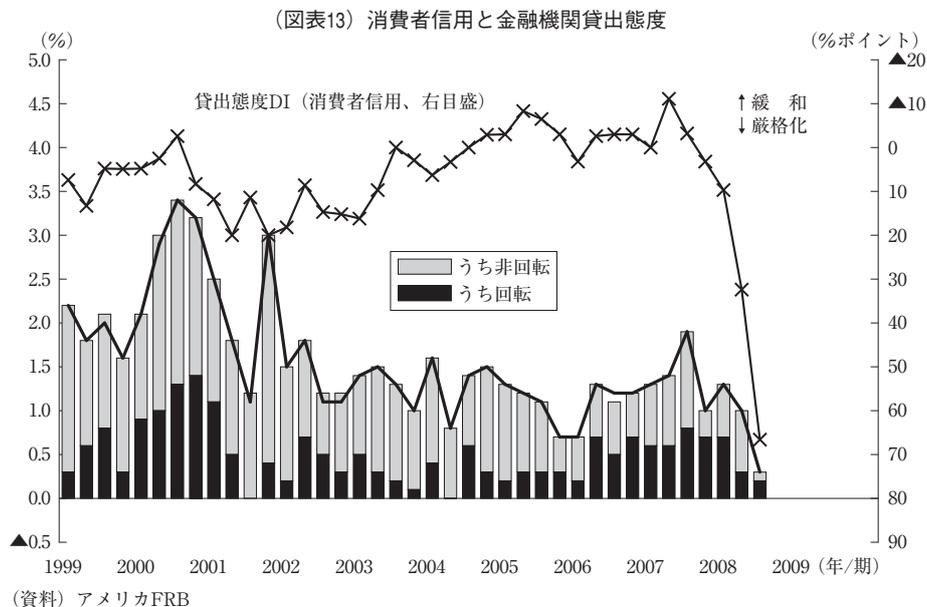
(%ポイント)

	金融資産	住宅資産
可処分所得比	+0.35	+0.75
	▲10%の下落	

(資料) アメリカ商務省、FRBを基に
 日本総合研究所作成

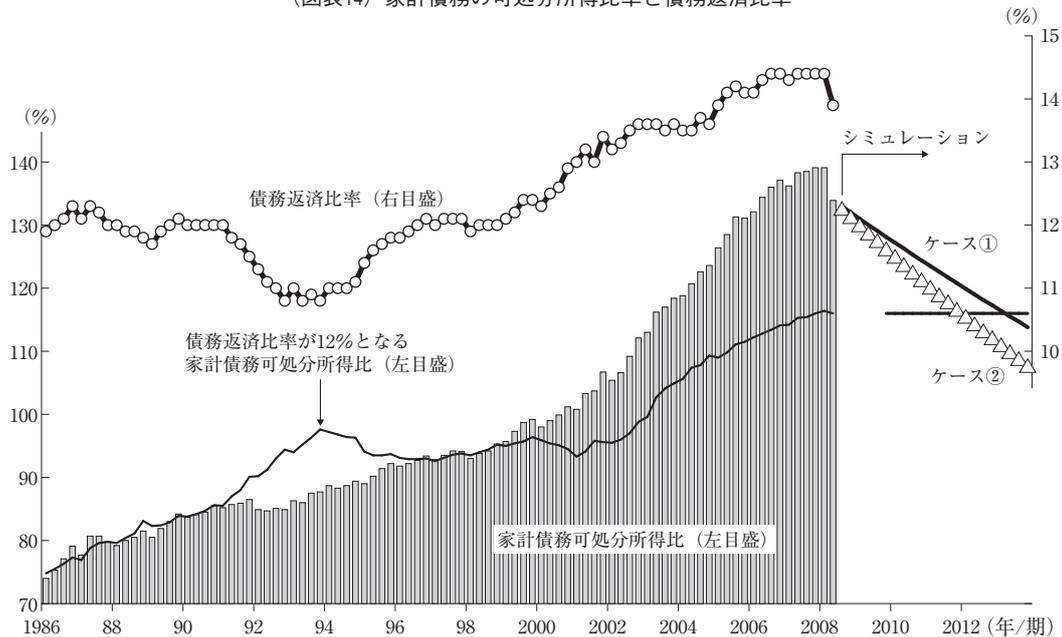
れる（図表12）。2007年秋までは、住宅価格の下落によるマイナスの効果を、堅調な株価がある程度補っていたが、金融危機深刻化に伴い株価も大幅安となるなか、逆資産効果は一段と増大することになる。

それ以上に深刻な影響を与えるのが、金融機関の貸出姿勢厳格化を通じた家計の債務調整である。実際、金融機関の貸出姿勢厳格化に伴い、8月には消費者ローン残高が前月比減少に転じている（図表13）。また、アメリカ家計は、未曾有の規模の金融負債を抱えている。すなわち、ホーム・エクイティ・ローンなどを通じた持家含み益のキャッシュアウトを背景に、住宅ローン残高は可処分所得比100%、債務残高計は同130%台にまで上昇している。住宅価格上昇という打ち出の小槌がなくなり、金融機関も家計向け貸出姿勢を厳格化し始めるなか、家計は今後高水準に膨れあがった債務の圧縮を余儀なくされる公算が大きい。



そこで、家計の過剰債務残高について検討すると、家計の債務返済額対可処分所得比率は、80年代半ばから2000年にかけておおむね12%前後で推移していたが、足許では14%前後にまで上昇している。足許の金利水準で同比率が12%になる家計債務残高の可処分所得比は115%前後であることを踏まえると、家計は可処分所得対比で20%前後の過剰債務を抱えていると試算される。こうした過剰債務が解消されるには、可処分所得の増勢が80年以降で最低の年率3%で推移すると想定した場合、債務残高の圧縮がなければ2013年以降となる。仮に、債務残高が年率1%圧縮されても2011年末までかかると試算される。結果として、債務返済圧力の増大を通じて、今後3～5年の長期にわたって家計消費は抑制され続けることになる（図表14）。

(図表14) 家計債務の可処分所得比率と債務返済比率



(資料) アメリカFRB

【シミュレーションの前提】

①可処分所得は年率3%、ローン金利は横這いと想定

②家計債務残高の想定は、ケース①は横這い、ケース②は年率1%圧縮

また、こうした家計消費の低迷長期化は、期待成長率の低下を通じて設備のストック調整圧力を強めることになり、設備投資の調整長期化・深刻化をもたらすことが予想される。

c. オバマ次期大統領の景気対策

「金融危機」と「景気悪化」が相乘的に進行するなか、政府部門による追加の金融危機対応、ならびに、景気テコ入れ策が必要不可欠となっている。オバマ次期大統領は、当選直後の11月7日、中堅層救済に向け追加景気対策を早期に実施する意向を表明した。また、経営危機が取り沙汰されている自動車業界に対しても、政策対応を検討する意向を表明している。

オバマ次期大統領は、大統領選挙期間中に、①1世帯当たり1,000ドルの所得減税、②雇用促進に向けた企業減税、③250億ドル規模の公共事業、等を公約として掲げていた(図表15)。新政権発足後こうした施策が順次実施されれば、景気のある程度下支えする効果があるとみられる。また、民主党が多数派を占める下院では、369億ドルの公共事業を中心とした総額610億ドルの景気対策が9月26日に成立した。同対策は上院では否決されたものの、ペロシ民主党下院議長を中心とした下院指導部は、上記法案をベースに対策規模を1,500億ドルまで拡大したうえで、年内成立を目指して

いる。大統領選と同時に実施された今回の議会選によって上院でも民主党が多数派となったことから、オバマ大統領就任前に同対策が成立・実施される可能性もあろう。

ただし、2%台半ばの潜在成長率に対しマイナス成長に転じている足許の経済情勢下で、一段の雇用減少に歯止めをかけるには、少なくとも単年度ベースでGDP比3%前後(4,500億ドル前後)の景気対策が必要とみられる。現時点ではオバマ新政権の景気対策のメニューはみえていないが、相当大規模な景気対策を

打ち出さない限り、持続的な景気回復には至らないとみられる。また、金融市場の機能不全、家計部門でのストック調整などが対策の効果を減殺するリスクもみておく必要がある。

(3) 2009年のアメリカ経済見通し：春にかけマイナス成長。その後も停滞が持続

2009年のアメリカ経済を展望すると、「金融市場の混乱」と「実体経済の悪化」の負のスパイラルが続くもとで、景気悪化が続く見通しである。とりわけ、政権交代による政策の端境期となる2009年春先にかけては、金融市場の混乱深刻化に伴う資金制約の強まりが、個人消費や企業活動への強い下振れ圧力となり、マイナス成長が続く見込みである。

一方、オバマ次期政権では政府による積極的な支援が期待される。本稿では、年明けの新政権発足後、公共事業や所得税減税を中心に総額1500億ドル程度の第2次景気対策が実施され、2009年4～6月期および7～9月期にわたって、それぞれ前期比年率2%ポイント程度のGDP押し上げ効果が表れるものと想定している。それにより、2009年4～6月期には、景気の悪化に一時的に歯止めがかかると予想する。もっとも、以下の要因を踏まえると、力強い回復基調に転じるのは困難で、その後も極めて停滞感が強い状況が続くとみられる。

第1に、住宅価格の下落や実体経済の悪化を背景に金融市場の動揺が続くなか、家計部門の低迷が予想される。具体的には、①景気悪化に伴う所得・雇用環境の悪化、②住宅価格の下落による逆資産効果、③金融市場の混乱を受けた家計の過剰債務圧縮、等を背景に個人消費の低迷が続く見通しである。

(図表15) オバマ次期大統領の掲げる経済対策

税制	<ul style="list-style-type: none"> ・1世帯当たり1,000ドルの所得減税実施 ・石油会社に対する超過利得税を財源に、アメリカ家庭に1,000ドルの払い戻し実施 ・国内雇用を増やした企業に新規雇用1人当たり3,000ドルの税額控除実施(2009年から2年間の時限措置) ・年金積立金の取り崩しにかかる解約手数料を、最大引き出し額1万ドルまで免除 ・失業給付への所得税を一時免除
財政	<ul style="list-style-type: none"> ・道路建設・補修(250億ドル)や州政府支援(250億ドル)へ総額500億ドルの財政支出 ・中小企業向けの支援融資枠拡大
住宅	<ul style="list-style-type: none"> ・借り手保護へ90日間の差し押さえ凍結 ・住宅ローンの返済条件見直し促進
雇用	<ul style="list-style-type: none"> ・失業給付の期間延長 ・向こう10年で600億ドルのインフラ投資を実施し、200万人の雇用を創出 ・再生可能エネルギー・環境関連ビジネスを推進し新規雇用創出
金融	<ul style="list-style-type: none"> ・金融機関監督の大幅強化 ・破産法改正により借り手保護強化
貿易	<ul style="list-style-type: none"> ・FTA見直し

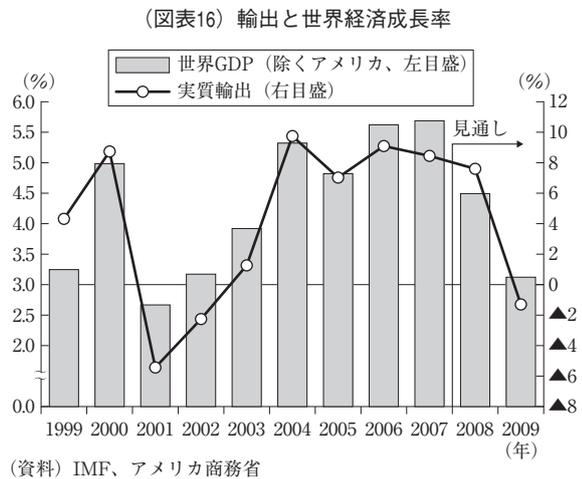
(資料) 各種報道等より日本総合研究所作成

第2に、金融市場の混乱に伴い資金制約が強まるなか、当面設備投資の下振れが避けられないことである。加えて、個人消費の停滞長期化が予想される状況下、期待成長率の低下に伴う設備のストック調整圧力も徐々に強まるとみられる。

第3に、金融危機が欧州、日本といった先進国にとどまらず、これまで高成長を続けてきた新興国や、原油高で潤っていた産油国の成長鈍化をもたらすことである。ドル安や中国をはじめとする新興国の旺盛な需要により、2008年のアメリカ経済は外需によって支えられたが、秋以降のドル反発や新興国・産油国での景気減速を踏まえると、輸出の不振を通じて外需の寄与は大きく減退するとみられる（図表16）。

この結果、2009年のアメリカの実質GDPは、金融危機が引き続き深刻な影響を及ぼし、通年では前年比▲1.0%と、1982年以来の大幅減少となる見通しである（図表17）。

なお、物価については、その前提となる原油価格が、1バレル60ドル前後での横ばいで推移すると想定している。世界的な景気減速で需給逼迫懸念が大幅に後退しつつあることに加え、金融危機の長期化を受けリスク回避姿勢が強まるなか、原油をはじめとした資源への積極的な投資再開も見込みにくいことがその背景にある。この結果、前年比でみた消費者物価は今後急速に伸びが鈍化し、



(図表17) アメリカ経済成長率・物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%)

	2008年				2009年				2007年 (実績)	2008年 (予測)	2009年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	0.9	2.8	▲0.5	▲4.3	▲1.5	0.2	0.2	▲0.0	2.0	1.2	▲1.0
個人消費	0.9	1.2	▲3.7	▲3.6	▲0.7	0.6	0.3	0.0	2.8	0.3	▲1.0
住宅投資	▲25.0	▲13.3	▲17.6	▲15.3	▲11.7	▲7.0	▲3.5	▲2.3	▲17.9	▲20.5	▲11.0
設備投資	2.4	2.5	▲1.5	▲11.7	▲7.0	▲4.6	▲3.5	▲2.2	4.9	2.4	▲5.5
在庫投資	▲0.0	▲1.5	0.9	0.1	▲0.2	0.0	0.0	0.0	▲0.4	▲0.2	▲0.0
政府支出	1.9	3.9	5.3	1.0	2.1	2.3	2.2	2.0	2.1	2.8	2.4
純輸出	0.8	2.9	1.1	0.1	0.1	0.0	0.0	▲0.0	0.6	1.4	0.3
輸出	5.1	12.3	3.4	▲11.0	▲2.5	0.2	0.6	▲0.5	8.4	7.2	▲1.6
輸入	▲0.8	▲7.3	▲3.2	▲9.9	▲2.4	▲0.1	0.3	▲0.3	2.2	▲2.9	▲3.4
実質最終需要	1.0	4.2	▲1.5	▲4.1	▲1.3	0.1	0.1	0.0	2.7	1.6	▲1.0
消費者物価	4.1	4.4	5.3	2.2	1.0	0.1	▲1.1	0.6	2.9	4.0	0.1
除く食料・エネルギー	2.4	2.3	2.5	2.1	1.5	1.2	1.1	1.1	2.3	2.3	1.2

予測

(資料) Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年(同期)比。

夏場にはマイナスに転じる局面も予想される。一方、食料・エネルギーを除くコアベースでは、目先は価格転嫁圧力の残存が見込まれるものの、潜在成長率を大きく下回る成長が続くなか、年末にかけて1%台前半まで伸び率が鈍化すると予想される。

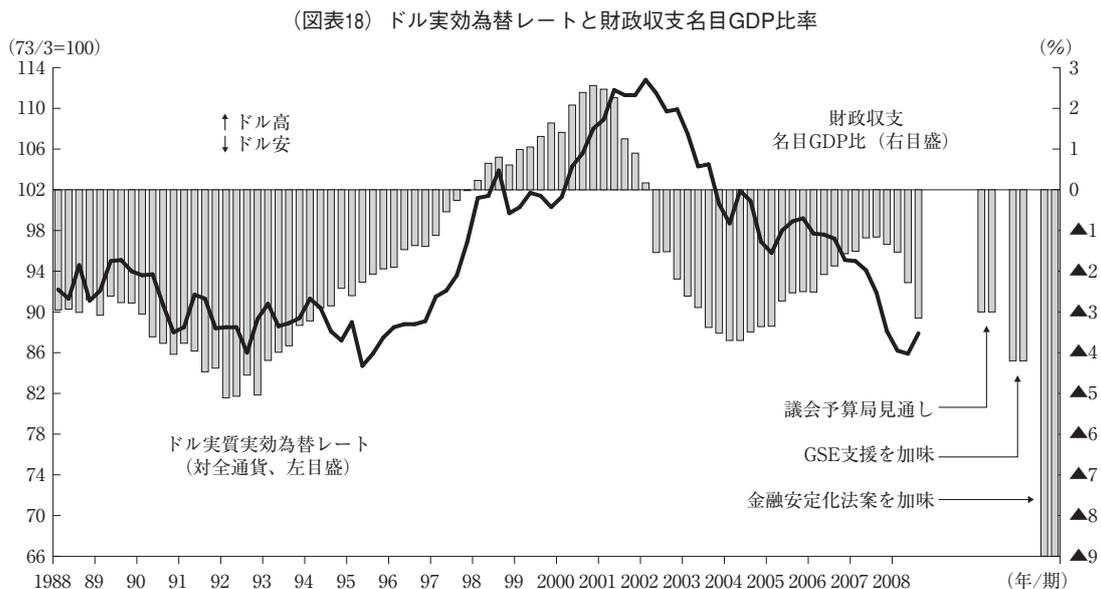
(4) リスク要因

以上が2009年アメリカ経済のメインシナリオであるが、足許の危機的な金融市場動向を踏まえると、景気がさらに下振れするリスクも否定できない状況にある。そこで最後に、留意すべき二つのリスクについて指摘しておく。

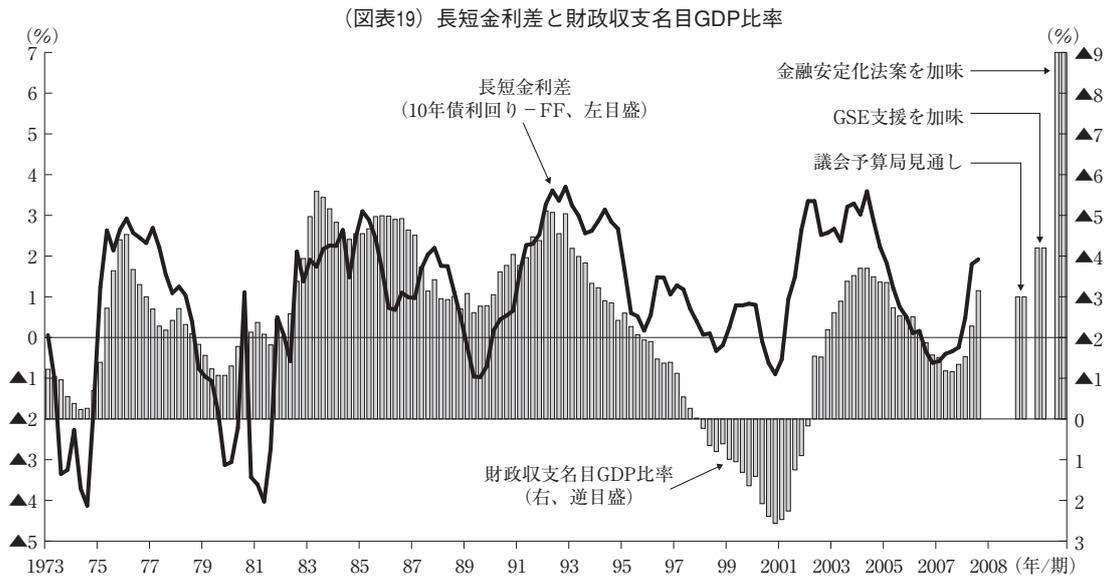
第1は、財政赤字の拡大である。政府は大規模な公的支援・経済対策を計画、または着手し、事態の沈静化に奔走している。こうした財政支出の拡大は必要不可欠な措置ではあるものの、一方で、財政赤字の未曾有の拡大は中期的にさまざまな副作用をもたらすリスクがある。

議会予算局によると、これまでの減税や景気低迷による税収悪化等もあり、財政赤字は2008会計年度で4,380億ドルに達する見通しである。政府系住宅金融2社への支援の2,000億ドル、金融安定化法案の7,000億ドルを加味すると、財政赤字は1兆ドルを大幅に上回り、名目GDP比で▲9%前後にまで達する恐れがある。これに次期政権での景気対策も加われば、財政赤字はさらに増大することになる。

こうした財政赤字の拡大は、海外からの資金流入に依存するアメリカにおいては、深刻なドル安や長期金利の上昇を招く恐れがある（図表18、19）。ドルに関しては、その受け皿となるユーロでも、アメリカ同様に金融危機・景気後退に直面しているこ



(資料) アメリカ財務省、商務省、議会予算局、FRB

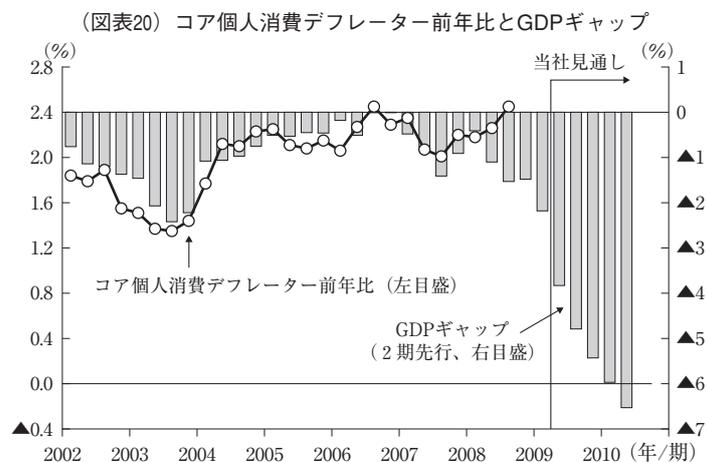


(資料) アメリカ財務省、商務省、議会予算局、FRB

と、長期金利に関しても、金融不安の高まりを受けた「質への逃避」、成長期待・インフレ懸念の後退を背景に、当面は一方的なドル安・長期金利上昇が進行する事態は回避される見通しではある。一方で、アメリカ国債のCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）保証料率（5年債）が「AA」格の日本と並ぶ水準まで上昇するなど、アメリカ国債への信認低下リスクも強まっている。今後こうしたリスクが顕在化すれば、長期金利の上昇等を通じて、所期の政策目的とは裏腹に住宅市場の調整を遅らせ、「金融市場混乱」と「実体経済悪化」の負の連鎖を一段と増幅させる恐れがある。

第2は、デフレリスクである。原油価格の急騰を受け2008年夏まではインフレ懸念が取り沙汰されていたが、秋以降の金融危機深刻化・景気の急速な悪化を受け、足許ではむしろ先行きのデフレ懸念が浮上し始めている。

FRBが政策運営するうえで重視しているコア個人消費デフレーター前年比は、2002年以降GDPギャップに2四半期程度遅行する傾向がある。2008年7～9月期以



(資料) アメリカ議会予算局、商務省
(注) 潜在成長率はアメリカ議会予算局算出。

降のマイナス成長により、GDPギャップは今後一段と拡大するとみられ、コア個人消費デフレーターもそれにあわせて伸びが鈍化していく見通しである（図表20）。

インフレ率はGDPギャップにより一義的に決まるものではないものの、景気の下押し圧力の強さを踏まえると、コアインフレ率もマイナスに転じる可能性を一概には排除できない。仮に、デフレに陥る事態となれば、家計の過剰債務の圧縮が大きく遅延するのは避けられないほか、実質金利の高止まりが経済活動回復の足枷となる。このように、1990年代後半の金融危機に前後してデフレに陥った日本と同様、アメリカにおいても景気の停滞が予想以上に長期化、深刻化するリスクも十分に念頭に置いておく必要があるといえよう。

調査部 マクロ経済研究センター 主任研究員 牧田 健
(2008. 11. 25)