

# Monthly Report

ニッセイ基礎研究所 経済産業調査部門

2001年3月号

<目次>

- トピックス1：「米国経済中期見通し」 研究員：山田 剛史 p1  
 トピックス2：「日米比較で見る高齢者の貯蓄・消費と住宅資産の関係」  
 主任研究員：石川 達哉・研究員：矢嶋 康次 p7

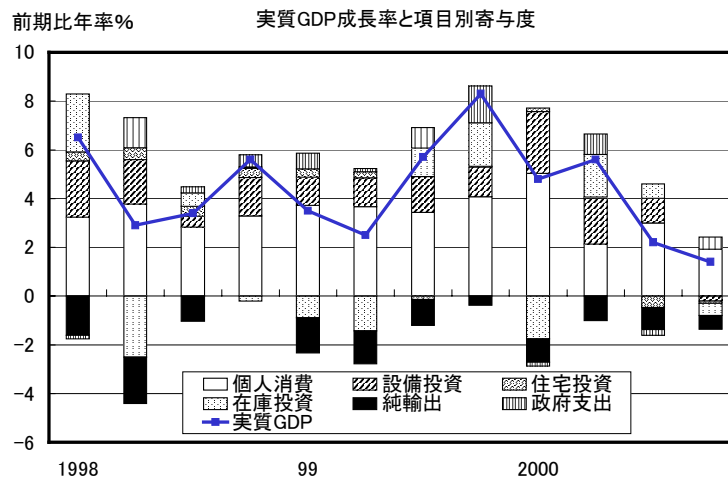
## <トピックス1> 「米国経済中期見通し」

研究員：山田 剛史（やまだ つよし）

Email: yamada@nli-research.co.jp Tel: (03)3597-8537

### 1. 米国経済の減速はソフトランディングへ

米国経済は91年3月以降10年に及ぶ史上最長の景気拡大が続いてきたが、2001年は後退局面を迎える見通しである。原油価格上昇による購買力減少、株価下落によるマインド低下と逆資産効果、FRB（連邦準備理事会）の金融引き締めなどにより、設備投資を中心に最終需要の伸びが鈍



化するためである。当面の焦点は、今回の景気減速がリセッション（2四半期連続のマイナス成長）を招くのか、さらに収益・所得の低下 投資・消費の抑制、のデフレスパイラルが生じてリセッション局面が長期化するのか、にある。

当見通しではグロースリセッション、もしくはリセッションでも早期の景気回復をメインシナリオに置いている。その理由としては次の3点が挙げられる。

IT投資の持続力：設備投資の先行指標である非国防資本財受注は、12月前年比+1.5%と伸びが鈍化している。しかしコンピュータ関連は新規受注が同+16.7%、受注残が同+12%と依然高水準にある。これはIT関連の需要がナスダックなどのネット関連企業からオールドエコノミーに波及していることがある。インターネットによるシステム構築はネット関連企業が関与しても、それを活用した生産性向上の効果はオールドエコノミー企業の方が大きい。またアジアやユーロ圏などIT関連の受注は世界規模で増加している。ハイテク技術者の移民増加や研究インフラの整備など、米国はIT関連産業において比較優位にあり、構造的に進展する経済のIT化を踏まえて、IT関連投資は今後も堅調な伸びを示すと予想される。

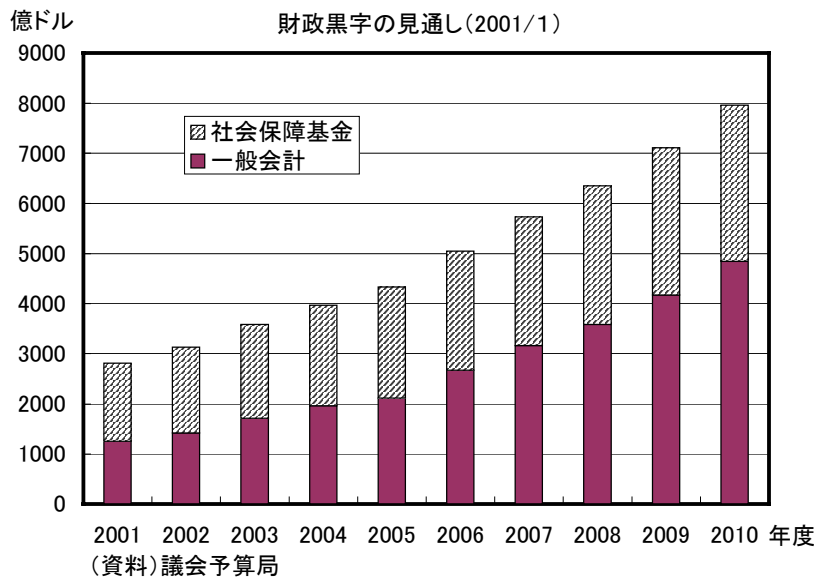
家計の低貯蓄率：12月の個人所得統計では、消費の伸びが依然可処分所得の伸びを上回っており、貯蓄率は0.8%と6ヵ月連続でゼロ以下の水準が続いている。既に非農業雇用者数や失業保険新規申請者数など労働市場の緩和を示す指標が出ており、今後所得の伸びは鈍化すると見込まれる。にもかかわらず消費が増加しているのは、過去の資産効果の累積や、消費者信用の増加などを反映している。このため株価の暴落や金融危機などが生じない限り、貯蓄率の低下トレンドに変化はないと考えられ（株価の10%調整では、貯蓄率の改善は1%にとどまる）過去の景気後退時の雇用・所得環境から判断するよりも、消費は堅調を維持すると予想される。

金融・財政両面での政策対応：FRBは1月に緊急FOMC（公開市場委員会）を含めてFFレートを1%引下げ、金融緩和政策に転換した。景気減速へのリスクを高めており、今後も利下げを継続すると考えられる。またブッシュ新政権は、今後10年で1兆6000億ドルに及ぶ大規模減税について、当初は2002年度からとしていたが、景気減速を背景に公約の前倒しでの実施を図るとみられる。いずれにしても2001～2年の政策対応は景気刺激型に転換し、最終需要の減速を下支えすると考えられる。また既にIT関連や自動車産業で大規模なレイオフが実施されるなど、柔軟な労働市場が短期間でコスト削減、収益回復を可能にする。

## 2. 米国経済の中期的な注目点 ～財政黒字、民間債務、金融政策

短期の景気循環からは、2001年上期はリセッションの可能性があるが、下期から回復に向かい、2002年以降再び実質GDP成長率が3～4%台で推移すると想定される。さらに2005年までの中期的な米国の成長経路を想定する場合、以下の要因が成長持続のポイントとして挙げられる。

財政黒字の用途：2000会計年度（99年10月～2000年9月）の財政黒字は2360億ドルで史上最高を記録した。今年度はこれを上回る2810億ドルの黒字が見込まれている。潜在成長率の上昇を背景に、議会予算局（CBO）は今後10年間（2002～11年度）の財政黒字の総額を、一般会計で3兆1220億ドル、社会保障基金を含めた全体で5兆6100億ドルと見込んでいる。クリントン前政権は黒字による国債の買戻しを行い、社会保障基金と一般会計の半分を債務返済に充当して、2009年度に国債の市中残高をゼロにする計画を示していた。これに対しブッシュ政権は、今後10年間で1兆6000億ドルの減税や、年金の一部個人勘定化を公約として重視し、債務削減の期限を2016年度まで延長する考えである。これは90年代の成長経路と比較して2つの懸念をもたらす。



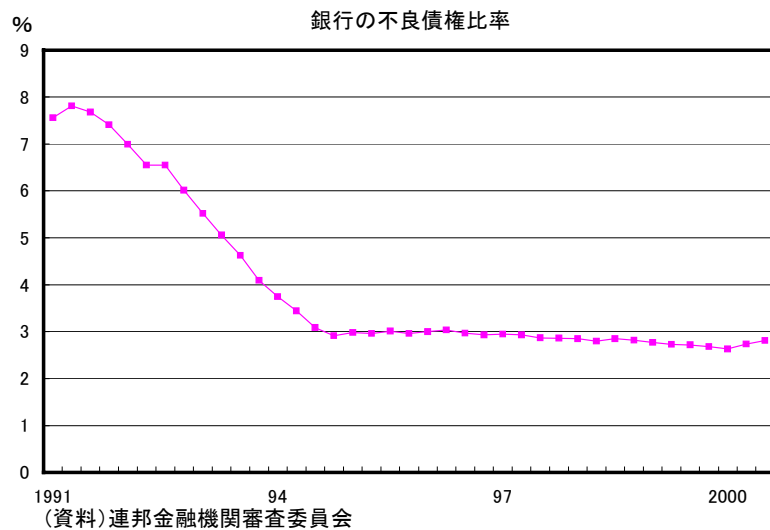
まず財政黒字の見通しが過大である。生産性の向上による潜在成長率の上昇は永続せず、2. で述べるバランスシート調整が生じれば、90年代の日本のように現実の成長率が潜在成長率を下回り続ける可能性がある。見通しの前提では、名目GDP成長率が1%低下すると、10年間の黒字見込み額は1兆2800億ドル減少する。つまり減税財源のほとんどが失われる。また債務削減が遅れれば、90年代の成長要因だった長期金利の安定が崩れ、債券需給の見通しが不透明になり、金融政策運営が財政に攪乱されることも考えられる。

しかし政府の財政規律緩和の傾向は、議会により抑制される見通しである。今回の選挙で上・

下院とも民主・共和両党の伯仲状況になり、対立法案の審議は難航が予想される。さらに2002年の中間選挙では民主党が上院を制する可能性がある。結局実施規模は公約の約半分の1兆ドル程度と見込まれ、長期金利には好ましい状況が続くだろう。

民間部門の過剰債務：財政黒字が増加する一方で、民間部門の投資超過は拡大している。2000年7～9月の債務残高の対名目GDP比は、家計部門で7%、企業部門は6.3%、合計で13.3%となっている。これは日本の公的債務比率（2000年で同8.5%）を上回る規模である。家計はリボルビングなどによる消費者信用の増加、企業は株高による資産価値の増大が借入れ制約を緩和した結果であり、海外からの資金流入によりファイナンスされている。しかし今後景気後退が生じるにつれて、債務の劣化がバランスシート調整をもたらす可能性がある。

既にナスダック企業を中心に収益悪化や株価下落により資産が減少する一方、低格付け債の利回りは上昇しており、デフォルト（債務不履行）が増加している。これに伴い企業向け融資を厳しくする金融機関の割合は今年1月時点で59.7%と90年5月以来の水準に上昇している。家計についても可処分所得に占める信用残高の割合が2000年10～12月で21.5%と過去最高水準にあり、今後所得の低迷と株価下落による返済能力の低下が懸念される。また国内要因だけでなく、海外景気の回復によりマネーフローの還流が生じれば、債務返済に伴う金利上昇や資産売却（バルクセール）により実体経済にも影響を与える。こうして民間部門の債務が不良債権化し、バランスシート調整が銀行部門にも波及した場合、90年代初期と同様のクレジット・クラッシュ（信用収縮）を引き起こす可能性がある。2000年7～9月の商業銀行の不良債権（貸倒＋延滞債権）比率は2.81%で、91年4～6月の7.81%と比べて低水準だが、今年以降上昇している（日本は2000年3月末で11.8%）。FRBは景気循環や株価の動向以上に、信用収縮によるバランスシート調整の長期化を90年代の日本の事例を参考に懸念しており、新たなクレジット・クラッシュの発生には、継続的な金融緩和など積極的な対応を採ると予想される。



グリーンスパン後の金融政策：90年代の景気拡大にグリーンスパンFRB議長が果たした役割は大きい。マネタリズムに基づく伝統的なルール重視の金融政策に縛られず、マネーサプライよりも実質GDP成長率の安定化を政策目標とした。資産価格を含めた多様な経済指標を考慮に入れ、裁量に基づいた機動的な金融政策を実施する同議長の運営手法は、赤字解消のための財政規律を優先したクリントン政権と協調して成果を挙げた。減税を公約とするブッシュ新政権とも、FOMCでの合議を重視する民主的な運営手法に基づき、良好な関係を構築するだろう。

問題はブッシュ政権との連携よりも、むしろグリーンスパン議長が退任すると予想される2003年8月以降の金融政策運営である。議長の運営手法は金利の直接的な変更にとどまらず、中長期の政策スタンスの明示、議会証言や各種会合でのスピーチなど、多様な手段で景気の安定化を図ってきた。特に株価が上昇した90年代後半からは、資産価格の変動が実体経済に与える影響を重視してきた。こうした手法はある程度システム化されているものの、政策変更のタイミングやマーケットへの効果など時宜に応じた対応を求められる場合、議長の資質に依存する側面も大きい。グリーンスパン後の新議長が、市場への影響力、金融政策目標、政権との協調体制など従来の運営手法を維持できるか注目される。

### 3. 米国経済の中期シナリオ

以上の注目点を考慮に入れた上で、2005年までの米国経済の成長シナリオを考察する。企業部門は収益の悪化による投資の選別と供給力の超過に伴い、2000年代前半に設備投資の調整局面を迎えるが、IT関連の投資堅調に加えて、後半には設備投資循環における投資の回復が見込まれる。生産性の上昇は90年代後半より鈍化するものの、資本深化とIT需要の波及により2～3%台の伸びを維持しよう。家計部門は、株価下落と所得の伸び鈍化、成長屈折による期待の修正により、貯蓄率は再びプラスに転じる。しかしベビーブーマーがリタイアし、消費性向の高い高齢者が増加するため、中期的な低下トレンドは変わらず、改善は小幅にとどまる。また住宅投資は長期金利が安定するものの、初期取得の若年世代の減少により緩やかな伸びにとどまる。この結果実質GDP成長率では、2001年に2%台に減速した後回復局面に転じ、潜在成長率に見合う成長の後、2004～5年に金融引締めと在庫調整により再び減速しよう。

インフレ率は90年代のグローバル化に伴う労働・財市場でのデフレ圧力が一巡し、商品市況の上昇を含めて緩やかなインフレ傾向に転じると予想される。金融政策はバランスシート調整の程度に依存するが、深刻な調整がなければ、前半に積極的な金融緩和を実施した後、後半には引き締めへ転じると予想される。特に2004～5年はグリーンスパン後の政策転換局面であり、景気よりもインフレ抑制の姿勢を強めよう。一方長期金利は財政黒字による国債償還の増加により上昇が抑制されるため、短期金利とのスプレッドは縮小傾向で推移しよう。株価は90年代後半のバブルが剥落するものの、暴落につながるようなボラティリティーの拡大はなく、収益と長期金利に見合って年平均6%の上昇が見込まれる。

経常赤字はユーロ圏での景気回復による成長率格差の縮小から米国への資金が還流し購買力の低下が生じるが、貯蓄率の改善が小幅なため、赤字の対GDP比は横ばいとなろう。急速な資本移動でドル暴落の懸念が生じた場合、当局による為替政策協調が図られる局面も予想される。

長期の景気拡大が終了した後も生産性の向上を維持できるか、民間部門が過剰債務を削減し、財政規律を維持しながら国内貯蓄を高めることができるかが、米国の中期的な成長経路における課題といえるだろう。

米国経済 中期見通し 予測表

|              | 1999暦年<br>(実績) | 2000<br>(実績) | 2001<br>(予測)→ | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   |
|--------------|----------------|--------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 実質GDP        | 4.2            | 5.0          | 2.7           | 3.8    | 4.1    | 3.5    | 3.4    |
| 個人消費         | 5.3            | 5.3          | 3.5           | 3.5    | 3.8    | 4.1    | 4.0    |
| 設備投資         | 10.1           | 12.5         | 6.5           | 7.1    | 7.5    | 8.3    | 6.1    |
| 住宅投資         | 6.4            | ▲ 0.5        | 2.1           | 3.0    | 5.1    | 1.1    | ▲ 2.1  |
| 在庫投資(寄与度%)   | ▲ 0.4          | 0.2          | 0.0           | 0.2    | 0.1    | 0.0    | ▲ 0.2  |
| 政府支出         | 3.3            | 2.8          | 3.3           | 2.1    | 2.5    | 3.3    | 2.8    |
| 純輸出(寄与度%)    | ▲ 1.0          | ▲ 0.9        | ▲ 0.2         | ▲ 0.2  | ▲ 0.4  | ▲ 0.8  | ▲ 0.4  |
| 輸出           | 2.9            | 9.2          | 8.6           | 7.5    | 7.2    | 7.7    | 8.0    |
| 輸入           | 10.7           | 13.7         | 7.7           | 6.5    | 7.5    | 10.1   | 8.0    |
| 名目GDP        | 5.7            | 7.2          | 5.0           | 6.5    | 6.9    | 6.5    | 5.8    |
| 生産者物価        | 1.8            | 3.7          | 2.1           | 2.8    | 3.0    | 3.1    | 2.5    |
| 消費者物価        | 2.2            | 3.4          | 2.8           | 2.9    | 3.3    | 3.6    | 3.2    |
| FFレート(%)     | 5.0            | 6.3          | 5.3           | 5.8    | 6.3    | 6.5    | 6.0    |
| 10年国債(%)     | 5.6            | 6.0          | 5.5           | 6.0    | 6.5    | 6.4    | 6.2    |
| S&P500(ポイント) | 1326           | 1427         | 1364          | 1401   | 1772   | 2001   | 1918   |
| 経常収支(億ドル)    | ▲ 3315         | ▲ 4117       | ▲ 4296        | ▲ 4450 | ▲ 4816 | ▲ 5081 | ▲ 5236 |
| 〃(名目GDP比%)   | ▲ 3.6          | ▲ 4.1        | ▲ 4.1         | ▲ 3.9  | ▲ 4.0  | ▲ 4.0  | ▲ 3.9  |

(注)単位表示のない数値は前年比(%)