

## 2. '91年米国経済見通し

### (要旨)

- 米国経済は約8年にも及ぶ景気拡大に終止符を打とうとしている。消費者信頼度指数、雇用統計を始めとして大部分の経済指標が景気の悪化を示している。  
こうした景気の低迷に加え、(a)もともと長期間の拡大局面を経て景気が力強さを失ってきている、(b)政策面についてはインフレ懸念の残存、ドル急落への警戒から大幅な金融政策の実施には制約があるとみられ、また財政政策も新たに中期的な赤字削減の目標が設定された段階であり、直接的な景気支持策への転換は考えにくい、(c)原油価格上昇のデフレ効果が加わった一等から米国景気のリセッション入りは不可避である。
- 今回のリセッションは、(a)過去と比較して在庫の積み上がりが少ない、(b)ドル安の結果としての輸出の下支え効果が期待できる、(c)原油価格の上昇率が過去の石油危機時と比較して小幅にとどまる一等から戦後8回のリセッションの平均と比較して、「短期間、緩やか」となるう。
- 以上の見方を基本とすると、実質GNP成長率は'90年実績見込み1.1%、'91年見通しが0.4%となるう。
- 金融政策は'91年の春頃まで、原油情勢、インフレ・為替動向をにらみつつ、景気の落ち込みを和らげるために、基本的には小幅緩和のスタンスが続く。その後については景気の底入れ等から、横這いのスタンスが基本となるう。
- 国際収支の面では、景気後退が赤字縮小要因として働く一方、原油価格の上昇が赤字拡大要因として作用するため、経常収支は'89年の1,100億ドルの赤字に対して、'90年実績見込み、'91年見通しともに1,000億ドルを上回る赤字が続こう。

## はじめに

米国経済は、'82年11月以降約8年にも及ぶ戦後平和時で最長の景気拡大に終止符を打とうとしている。10月までの経済指標は現在米国景気が落ち込みつつあることを示している。NAPM景気指数、消費者信頼度指数は過去のリセッション時の水準まで低下、新規失業保険申請件数も大幅に増加し、非農業部門雇用者数（国勢調査員除き）は前月比で2カ月連続して減少した。第3Qの実質GNPは前期比年率1.8%（速報値）となったが、これは予想通り一時的要因によるところが大きく、景気の実勢を反映したものとはみられない。

8月2日のイラクのクウェート侵攻は、原油価格の高騰によって既に減速過程にあった米国経済にデフレ効果を与えると同時に、インフレ圧力の増大をもたらし、FRBの金融政策の舵取りを難しいものになっている。さらに、不動産不況の影響等から銀行の経営が悪化し、全体的に銀行が貸出抑制的なスタンスをとっていることから、FRBの意図以上に金融引き締めの効果を景気に与えているといったことが問題となってきた。

一方、米国経済にとって最大の懸案事項の一つであった財政赤字削減策も10月下旬に最終的決着に至り、今後5年間にわたり包括的削減策が法制化された。

以上のように、米国経済は実体的にも、政策面においても大きな転換点に差しかかっているものとみられるが、ここでは、米国経済に関して論議を呼んでいる、(a)リセッション入りの可能性、(b)その程度と期間、(c)その後の回復力—を論点として、米国経済の現状と'91年の予想される姿をみてみたい。

### 1. リセッション懸念の高まりと景気減速の背景

'90年6月の当研究所の「改定見通し」では、「米国景気は、在庫調整の軽い進展等により製造業が年初に底を打ち、主な景気の牽引役はないものの、緩やかに拡大し続ける」とみていた。しかし、その後リセッション懸念が高まった背景としては次のことが挙げられよう。

(a)7月27日に発表された2Qの実質GNP成長率1.2%（速報値）が、在庫増と政府支出に支えられたものであり、在庫を除いた最終需要が▲1.5%と'82年3Qの▲2.6%以来の減少となった。

(b)同日発表された過去3年分のGNPの改定で、'89年の実質GNP成長率が0.5%下方修正され、四半期ごとでは5期連続して2%を下回る成長という姿となった（表-1）。

---

（注）本稿は1990年11月22日までに発表されたデータに基づいて書かれたものである。

表-1 7月27日の実質GNPの改定

(前期比年率、%)

	89/2Q	89/3Q	89/4Q	90/1Q	90/2Q
実質GNP 改定前	2.5	3.0	1.1	1.9	
改定後	1.6	1.7	0.3	1.7	1.2

(出所) 米国商務省“Survey of Current Business”

- (c) 8月1日に発表された7月のNAPM景気指数が47.4%と4か月ぶりに景気拡大の基準点とされる50%を割り込んだ。
- (d) 8月3日に発表された雇用統計で、失業率が5.5%と前月比0.3%悪化し、国勢調査員を除いた非農業部門雇用者数が前月比5.7万人の減少となった(但し、この点その後9月7日に8.4万人の増加に上方修正されている)。
- (e) 8月2日のイラクの侵攻以降、原油価格が大幅に上昇したため、インフレ圧力の増大とともに景気へのデフレ・インパクトが懸念され始めた。
- (f) その後、9月以降も設備投資計画の下方修正や住宅建設の低迷、雇用の減少等景気悪化を示す経済指標が相次いだ。

統計上の数値の改定もさることながら、現実の景気が予想された以上に弱くなった理由としては、(a)期待された輸出増加の内需への波及効果が小さく、結果的に内需の堅調な拡大につながらなかった、(b)持続的な景気拡大を維持するには、FRBの政策スタンスがきつ過ぎた、(c)銀行の貸し渋りがFRBの意図しない金融引き締め効果を与えた一などが考えられる。

## 2. 景気の現状と'91年見通し

### (1) リセッション入りする米国経済、'91年の成長率は0.4%

#### ① リセッション入りの可能性

以下で述べるように、消費者信頼度指数、雇用統計を始めとして多くの経済指標が景気の悪化を示している。さらに、(a)もともと景気が8年に及ぶ長期間の拡大局面を経て力強さを失ってきている、(b)政策面についてはインフレ懸念の残存、ドル急落への警戒から大幅な金融緩和策の実施には制約があるとみられる。また、財政政策も新たに中期的な赤字削減の目標が設定された段階であり、直接的な景気支持策への転換は考えにくい、(c)原油価格上昇のデフレ効果が加わった一等から米国景気のリセッション入りは不可避であるとみられる(備考参照)。

(備考) ちなみに、超短期米国経済モデルでも'90年4Q、'91年1Qがマイナス成長となることを示唆する結果が得られた。超短期米国経済モデルの詳細は「調査月報」'90年9月号を参照。

## ②リセッションの期間・程度

今回のリセッションは、①過去と比較して在庫の積み上がりが少ない、②ドル安の結果としての輸出の下支え効果が期待できる、③原油価格の上昇率が過去の石油危機時と比較して小幅にとどまるとみられる（「'91年度日本経済の見通し」、P7参照）一等から、戦後8回のリセッションの平均（後退期間は11カ月、前期比年率ベースの実質GNP成長率は約▲2%）に比べて、「短期間、緩やか」となる。マイナス成長は'90年4Q、'91年1Qの2四半期程度にとどまり、'91年春頃には景気は底入れ局面を迎え、歴年でのマイナス成長は避けられよう。

## ③リセッション後の回復力

景気は、(a)ドル安効果等による輸出の堅調、(b)原油価格上昇の波及一巡によるインフレ率の鈍化、金利の低下、消費者センチメントの改善を背景として消費が増加一等から'91年下期にかけて緩やかに回復に向かおう。但し、不動産不況、企業部門の債務過多等を背景とした金融機関の経営基盤の脆弱化による貸出抑制等の懸念もあり、景気回復力の弱い状況が続くものとみられる。

以上の見方を基本とすると、実質GNP成長率は'89年の2.5%から'90年実績見込みは1.1%、'91年見通しは0.4%と低下が続こう（表-2）。以下、各項目ごとに検討していきたい。

表-2 1991年米国経済見通し

	(前年比、%)		
	1989年実績	1990年見込	1991年予測
実質国民総支出	2.5	1.1	0.4
個人消費	1.9	1.3	1.2
設備投資	3.9	1.0	▲2.8
住宅投資	▲4.1	▲4.5	▲10.4
政府支出	2.3	2.7	1.3
在庫投資（億ドル）	238	46	24
純輸出（億ドル）	▲541	▲439	▲341
輸出	11.0	5.2	2.3
輸入	6.0	3.2	0.7
生産者物価	5.1	4.6	3.7
消費者物価	4.8	5.5	5.1
経常収支（億ドル）	▲1,100	▲1,002	▲1,170

(注) 実質国民総支出の項目別内訳のうち、在庫投資と純輸出の2項目は1982年価格の実額、億ドル。

(資料) 米国商務省“Survey of Current Business”

## (2) 各項目別の現状と見通し

### ① 緩やかに低下する物価上昇圧力

8月以降の消費者物価、生産者物価（最終財）とも原油価格上昇の影響から急速に上昇率が高まっている（図-1、図-2）。10月の上昇率は前年同月比ではそれぞれ6.3%、6.4%と8月以降で最も高い上昇率となったが、前月比では、消費者物価が9月0.8%、10月0.6%、生産者物価が1.6%、1.1%と10月は9月に比べ上昇率が鈍化している。

図-1 消費者物価とコア部分の推移

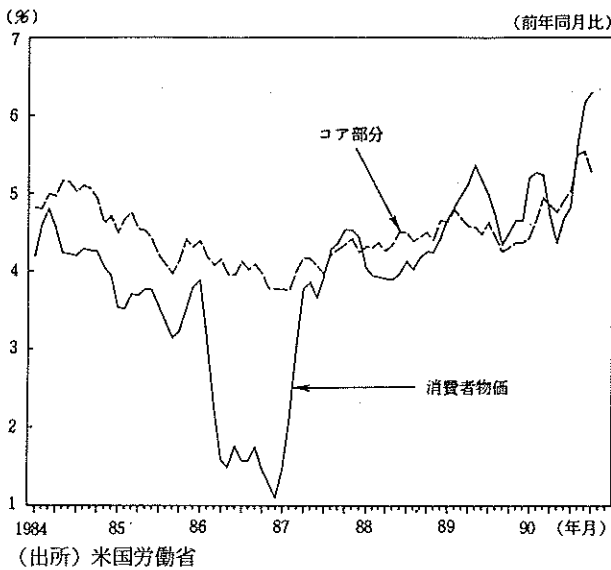


図-2 生産者物価とコア部分の推移

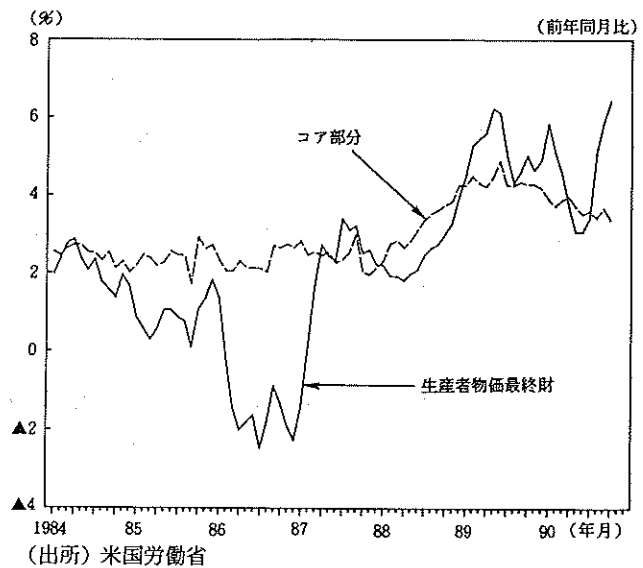
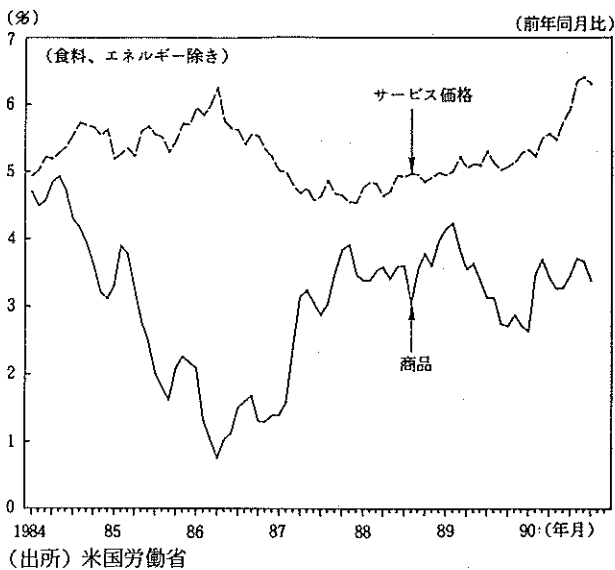


図-3 商品とサービス価格の推移



一方、食料・エネルギーを除いたコア部分の前年同月比上昇率は8月以降の3カ月間、消費者物価は5%台半ばで推移し、生産者物価は3%台と両者の間には乖離がみられる。そもそも湾岸紛争が起きる以前から消費者物価コア部分の上昇率の高止まりからインフレ懸念が存在していたが、これは主としてサービス価格の上昇によるものであった（図-3）。コア部分を商品とサービスに分けてみると、商品価格は'90年2月以降3%台で推移しているのに対し、コア部分の67%を占めるサービス価格は'88年12月より一貫して5%台で推移し、8~10月には6%台に達している。

このように、コア部分の上昇はサービス価格によるところが大きいですが、一般的にサービス業は生産性上昇率が低いため労働コストの転稼率が高い業種であると言われている。そこでコア部分を、ユニット・レーバ・コスト（労働コスト要因）、マクロの需給ギャップ（需給ギャップ要因）、食料・エネルギー除きの生産者物価最終財（卸売物価要因）を説明変数とする物価関数を推計し、各要因の寄与度を計算すると表-3のようになった。

表-3 消費者物価コア部分の要因別上昇寄与度

	(前年比、%)				
	1984~85年	1986~88年	1989年	1990年1Q	1990年2Q
コア上昇率	4.7	4.2	4.5	4.6	4.8
労働コスト要因	1.9	2.2	2.7	3.1	3.6
需給要因	1.6	1.0	0.3	▲ 0.8	▲ 1.1
卸売物価要因	1.1	0.9	1.3	1.7	1.5

(注) 推計誤差等から各要因の合計はコア上昇率と必ずしも一致しない。  
 (資料) 米国労働省、米国商務省“Survey of Current Business”

(物価関数) 推計期間 '83年1Q~'90年2Q

$$\begin{aligned} \text{LOG(PUXX)} = & -0.6779175 + 0.8217663 \times \text{LOG(LBLCPU)} \\ & (-3.58) \quad (6.50) \\ & + 0.3895026 \times \text{LOG(PWFXEA(-1))} \\ & (2.96) \\ & - 0.1006653 \times \text{LOG(GAP)} \\ & (-10.6) \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.9975$$

$$\text{D.W.} = 0.923$$

PUXX : 消費者物価コア部分  
 LBLCPU : 非農業部門単位労働コスト  
 PWFXEA : 生産者物価最終財コア部分  
 GAP : マクロの需給ギャップ

これによると、今回の景気拡大局面の初期('84~85年)には、物価上昇は景気急拡大に伴う需給の引き締めによる部分が4.7%のうち1.6%を占めていたが、その後需給要因の寄与度は低下し、'90年1Qには物価押し下げ要因に転じている。そして景気減速に伴い、'90年2Qにはマイナスの寄与度が大きくなっていることがわかる。

一方、労働コスト要因は'84年から一貫して寄与度を高めており、'90年2Qには3.6%とコア部分上昇率4.8%のうち3/4を説明するに至っている。

ユニット・レーバ・コストは時間当たり報酬を生産性で割って算出されるが、米国労働省発表の労働生産性統計には企業部門、非農業部門、製造業部門、非金融企業の項目のみであり、サービス部門は掲載されていない。従って、ここで非農業部門、

製造業部門の労働生産性を用いてサービス部門の労働生産性を試算してみた（注）。

（注）算出に用いた式は以下の通り。

$$P_s = (P_t - P_m \times S_m) / (1 - S_m)$$

$P_s$  : サービス部門の労働生産性       $P_t$  : 非農業部門の労働生産性

$P_m$  : 製造業部門の労働生産性       $S_m$  : 全体の算出に占める製造業のシェア

○労働生産性は'82年基準の指数なので、'82年時での実質個人消費支出に占める財支出の割合を非農業部門に占める製造業のシェアの代理変数とした。

結果は表-4の通りで、'89年以降、製造業の労働生産性がプラスの伸びを維持している一方で、サービス部門の労働生産性は一貫してマイナスの伸びとなっている。特に'90年1Q、2Qはそれぞれ▲6.4%、▲5.8%の大幅に悪化しており、この試算に基づけば、サービス業における生産性低下を主因とするユニット・レバー・コストの上昇→サービス価格へ転嫁→サービス価格上昇→といった関係が成り立っているものと考えられる。

表-4 労働生産性の推移

(前年比、%)

	非農業部門	製造業部門	サービス部門
1982年	▲ 0.9	2.6	▲ 4.1
1983年	2.9	5.1	0.8
1984年	2.1	5.4	▲ 1.4
1985年	1.4	4.6	▲ 2.3
1986年	2.0	3.7	▲ 0.1
1987年	1.0	3.7	▲ 2.3
1988年	2.3	2.3	2.3
1989年	▲ 0.3	2.1	▲ 3.5
89/1Q	0.3	2.7	▲ 2.9
89/2Q	0.3	2.7	▲ 2.9
89/3Q	▲ 0.6	1.3	▲ 3.2
89/4Q	▲ 1.2	1.6	▲ 5.1
90/1Q	▲ 1.4	2.2	▲ 6.4
90/2Q	▲ 0.9	2.6	▲ 5.8

(注) 非農業部門、サービス部門に政府は含まない。

(資料) 米国労働省

今後の消費者物価、コア部分の上昇率は、(a)原油価格は'91年1Qより低下すると想定しており、これに従って燃料等エネルギー価格が下落すると期待されること、(b)財・サービス部門ともに雇用状況が悪化しつつあり（次項参照）、賃金上昇率が頭打ちから鈍化傾向を辿る公算が高い。従って、生産性上昇率が現状程度で推移すると仮定すると、ユニット・レバー・コストの上昇率も鈍化し、労働コスト上昇によるコ

スト・プッシュ圧力が和らぐとみられること、(c)マクロの需給ギャップ(注)も景気悪化に伴い拡大が見込まれ、需給要因が一層物価を押し下げる方向へ作用するものと考えられること一等から'90年4Qをピークに緩やかに鈍化していくものと予想される。但し、'90年4Qの消費者物価上昇率は原油価格の影響から高まり、いわゆる「発射台」が高くなるため、歴年ベースでの上昇率は、'90年5.5%、'91年は5.1%と小幅の低下にとどまろう。

(注) (潜在GNP-現実のGNP)/現実のGNP×100

## ②雇用・所得環境は悪化傾向

雇用統計において、一時的な雇用者である国勢調査員を除いた非農業部門雇用者数は前月でみて9月、10月と連続して▲1.2万人、▲6.1万人の減少となっている(表-5)。四半期(月平均)では、'90年1Qの20.7万人をピークに鈍化傾向を辿っていることは明らかである。製造業は'89年の2月以降10月まで、'90年2月を除き前月比で減少傾向となっている。また、サービス部門(国勢調査員を除く)も依然として増加基調にはあるものの、次第に増加テンポが鈍化し、10月までの3カ月間は前月比で10万人割れの増加にとどまっている。

今後リセッション入りとともに、雇用者の減少数はさらに多くなり、また賃金上昇率は次第に鈍化傾向を強めていこう。物価上昇率が急速には低下しない中、雇用者の減少、賃金上昇率の鈍化は所得の伸びの低下につながる。このため実質可処分所得は'91年全体で▲0.5%程度の減少となろう。

表-5 雇用関連指標の推移

	1988年	1989年	90/ 3月	90/ 4月	90/ 5月	90/ 6月	90/ 7月	90/ 8月	90/ 9月	90/ 10月
失業率(%)	5.5	5.3	5.2	5.4	5.3	5.2	5.5	5.6	5.7	5.7
非農業雇用者数(万人)	333.8	287.9	16.4	5.5	44.0	21.2	▲8.9	▲12.7	▲5.2	▲6.8
除く国勢調査員(〃)	—	—	7.4	▲0.6	24.0	22.3	8.4	0.1	▲1.2	▲6.1
(製造業)(〃)	32.9	7.6	▲2.7	▲2.7	▲2.3	▲1.9	▲1.7	▲4.7	▲6.7	▲6.1
(サービス部門)(〃)	287.2	272.6	15.5	7.3	22.9	25.2	14.1	9.3	6.5	8.1
週当労働時間	34.7	34.6	34.6	34.5	34.5	34.7	34.5	34.5	34.7	34.2
(製造業)	41.1	40.9	40.8	40.7	40.9	41.0	40.9	41.0	41.1	40.8
時間当賃金(前月比、%)	—	—	0.5	0.3	0.2	0.5	0.4	0.2	0.4	0.0
(前年同月比、%)	3.3	4.1	4.0	3.7	4.0	4.2	3.7	4.1	4.1	3.7
非農業雇用者数 除く国勢調査員	89/ 1Q	2Q	3Q	4Q	90/ 1Q	1Q	2Q	3Q	(注)月平均	
	24.7	18.4	16.8	17.2	20.7	15.2	2.4	▲6.1		

(注) 非農業雇用者数は前月比増減数、'90年3Qの数値は10月の値。

(出所) 米国内務省



### ③消費は弱いながらもプラスの伸びを維持

'90年3Qの実質個人消費は前期比年率3.6%と高い伸びを示した。'89年4Qから'90年2Qまでの伸びはそれぞれ▲0.8%減、1.1%増、0.2%増であったことを考慮すると、3Qの伸びはかなり高い。しかし、自動車メーカーが10月からの新モデル売出しを控え、旧モデルの値引き販売（インセンティブ販売）を行い乗用車の販売が増加した等による一時的要因によるところが大きいとみられる。項目別にみると、前年同期比で耐久財は2Q、3Qと2期連続して、また非耐久財は3期連続してマイナスの伸びとなっており、サービスのみが比較的堅調な伸びを示しているといった状態であり（表-6）、消費者信頼度指数（コンファレンス・ボード）も10月には61.3と、既に過去のリセッション時における水準にまで低下している（図-4）。

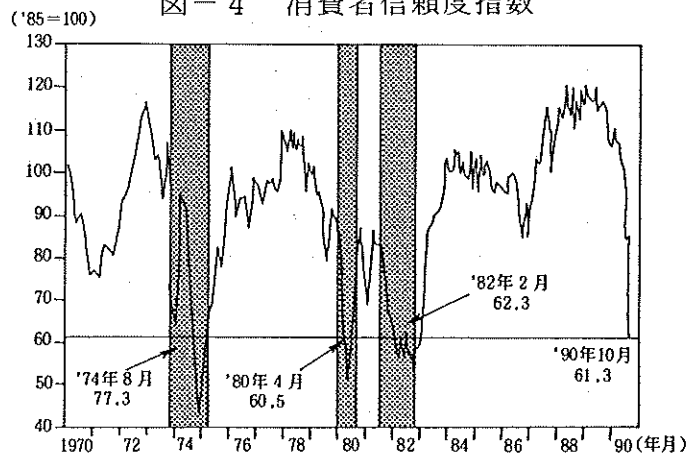
表-6 実質個人消費の推移

（上段は前期比年率、下段は前年同期比、%）

	ウェイト 1989年	1988年	1989年	89/1Q	89/2Q	89/3Q	89/4Q	90/1Q	90/2Q	90/3Q
実質個人消費支出	100.0	3.6	1.9	▲0.3 2.3	1.3 2.0	4.6 2.3	▲0.8 1.2	1.1 1.5	0.2 1.3	3.6 1.0
耐久財	16.1	6.8	2.3	▲6.0 2.4	5.6 2.9	9.6 5.5	▲13.0 ▲1.4	14.4 3.6	▲9.5 ▲0.3	3.0 ▲1.8
非耐久財	34.6	1.9	1.1	0.6 2.0	▲1.7 1.0	3.9 1.0	▲0.2 0.6	▲3.2 ▲0.3	▲1.9 ▲0.4	1.7 ▲0.9
サービス	49.3	3.8	2.3	0.9 2.6	2.1 2.3	3.5 2.1	3.1 2.4	0.1 2.2	5.1 2.9	5.1 3.3

（出所）米国商務省“Survey of Current Business”

図-4 消費者信頼度指数



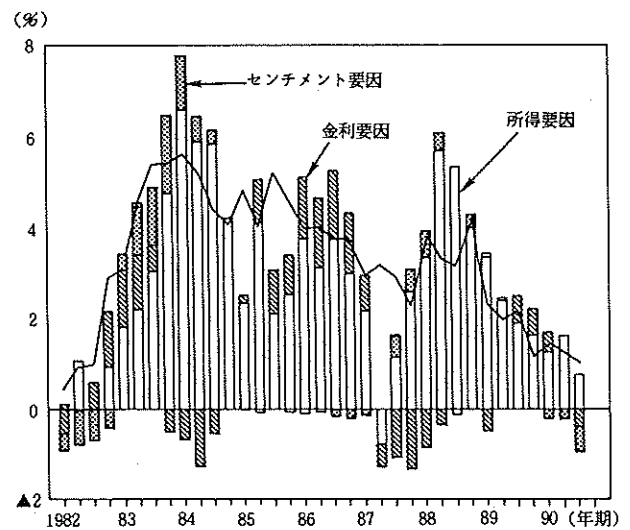
（注）斜線は景気後退期間

（出所）コンファレンス・ボード

また、'88年4Q以降の伸び率鈍化の最大の要因は、実質可処分所得の伸びの低下であることが図-5からわかる。

上述したように、今後'91年1Qまで実質可処分所得の伸びは低下していくものとみられ、所得環境からみて消費の伸びはさらに鈍化する公算が高い。しかし、'91年1Q末までに湾岸紛争が平和的に解決した後、(a)物価上昇が落ち着き始め、若干消費者センチメントの改善が期待できること、(b)金利が低下すること—等から2Q以降は1%台半ばの伸びで推移し、'91年全体では弱いながらも'90年と同程度の1.2%の伸びとなろう（'90年は1.3%）。

図-5 実質個人消費の要因分解



(推計式) 推計期間: '82/1Q ~ '90/3Q  

$$\text{LOG}(C82@\%) = 0.3288268 + 0.9487831 \times \text{LOG}(YD@\% / PC@\%)$$
(1.04)           (22.3)  

$$- 0.05080579 \times \text{LOG}(FYGT10) + 0.02421395$$
(1.88)  

$$\times \text{LOG}(CONF)$$

$\bar{R}^2 = 0.9900$   
D.W. = 1.55

C82@%: 実質個人消費            YD@%: 名目可処分所得  
PC@%: 個人消費デフレーター    FYGT10: 10年国債利回り  
CONF: 消費者信頼度指数  
(資料) 米国商務省、コンファレンス・ボード等

#### ④減少基調だが、大幅なマイナスにはならない設備投資

米国の設備投資は昨年来、企業収益、キャッシュ・フローの低迷、長期金利の高まり、等から先行き不透明感が強かったが、ここにきてその懸念が現実のものとなりつつある。前期比年率では'89年4Qの▲3.8%減少の後、期ごとに増加、減少と振れているものの、前年同期比でみると'90年2Q、3Qはそれまでの3~4%台から1%以下の伸びに急速に低下している。なお、3Qは前期比年率では7.4%と高い伸びを示したが、これは航空機を中心とする輸送機器が一時的に41.8%もの増加となったことが主因であり、全体の設備投資の伸び7.4%のうち、5.7%がこの輸送機器によるもので、他の項目の投資自体は強くはない（表-7）。

今後の設備投資を展望する上でポイントとなるのは、(a)自己資金となる企業収益、(b)需給要因としての設備稼働率、(c)設備投資に占める更新投資と純投資の割合、(d)外部資金の調達、等であろう。まず企業収益は、前年同期比で'89年2Q▲0.3%の減

少となって以降5期連続してマイナスの伸びとなっている。過去の経験則から税前企業収益が前年同期比で減少した後、'84~85年を除いては4四半期以内に設備投資も

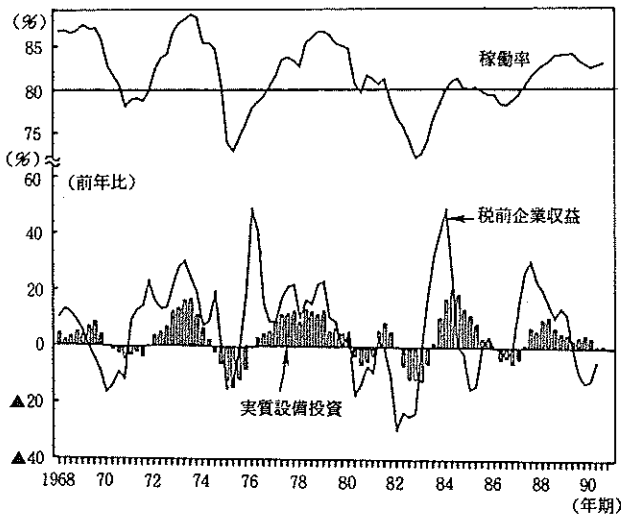
表-7 実質設備投資の推移

(上段は前期比年率、下段は前年同期比、%)

	ウェイト 1989年	1988年	1989年	89/1Q	89/2Q	89/3Q	89/4Q	90/1Q	90/2Q	90/3Q
実質設備投資	100.0	8.3	3.9	8.9 4.7	6.9 2.6	6.3 3.8	▲3.8 4.5	5.0 3.5	▲4.7 0.6	7.4 0.8
構 築 物	24.2	▲0.3	▲0.0	7.5 1.8	▲8.2 ▲2.7	7.1 ▲0.9	1.3 1.7	2.3 0.5	▲9.0 0.2	5.1 ▲0.2
生 産 設 備	75.8	11.6	5.2	9.5 5.7	12.2 4.4	6.1 5.3	▲5.2 5.4	5.7 4.5	▲3.3 0.7	8.2 1.2
情報処理関連	35.4	13.2	10.2	17.9 9.3	24.5 8.6	7.3 8.5	9.3 14.5	5.2 11.3	▲0.7 5.2	1.9 3.9
工 場 設 備	14.8	11.4	7.7	14.0 15.3	▲5.4 8.4	1.8 5.7	▲0.9 2.1	▲1.3 ▲1.5	▲19.0 ▲5.2	4.5 ▲4.6
輸 送 機 器	12.1	12.1	▲10.5	▲12.6 ▲7.2	8.5 ▲8.0	▲38.8 ▲14.9	3.3 ▲12.0	39.2 ▲1.1	7.4 ▲1.4	41.8 21.6
そ の 他	13.4	7.0	2.7	8.5 0.9	7.2 2.8	▲1.0 2.8	2.7 4.2	▲8.8 ▲0.2	▲2.1 ▲2.4	0.7 ▲2.0

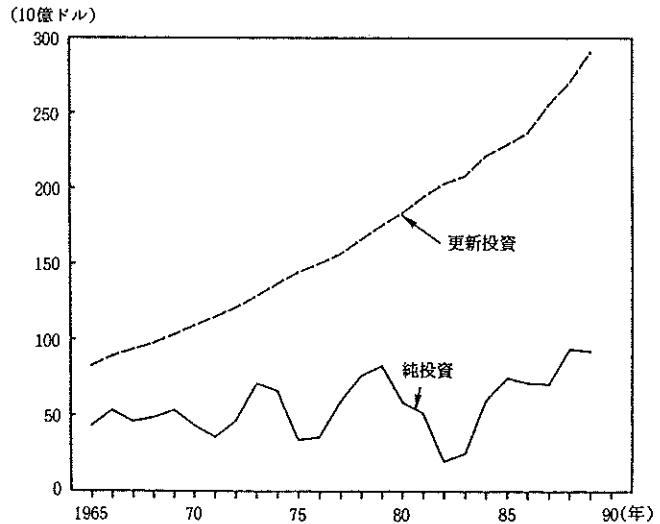
(資料) 米国商務省“Survey of Current Business”

図-6 稼働率・企業収益・  
設備投資の推移



(出所) FRB“Federal Reserve Bulletin”  
米国商務省“Survey of Current Business”

図-7 更新投資と純投資の推移



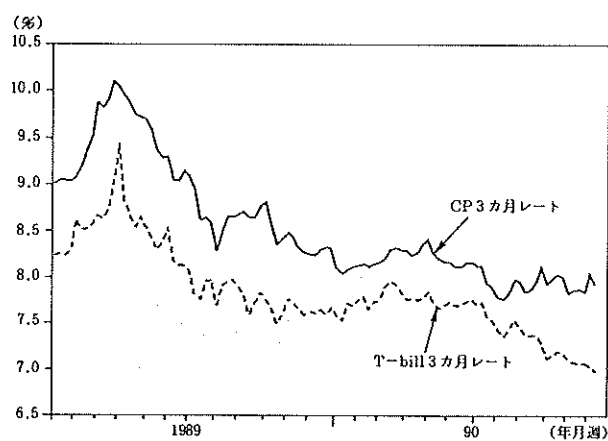
(注) 純投資は実質純資本ストックの増分。  
更新投資は実質設備投資額から実質純資本ストック  
の増分を差し引いたもの。

(出所) 米国商務省“Survey of Current Business”

マイナスとなっている。またその場合の設備稼働率は例外なく80%を下回っている(図-6)。しかし、この点10月現在では、税前企業収益(2Q)は前年比▲4.9%マイナスとなっているものの、設備稼働率は82.6%と80%を上回ったままの状況にある。(c)については、設備投資全体に占める更新投資の比率が近年、特に高まってきて

いることが指摘できる(図-7)。一般的に、更新投資の比率が高まると、その分景気・金利の変動の影響を受けにくくなる。特に、減価償却期間が短いコンピューター等情報関連機器投資が増えており、これが景気低迷下における投資の下支え的役割を果たすものと考えられる。(d)については、銀行の企業に対する融資抑制姿勢が一段と強まっており、社債やCP金利の高止まりとともに、企業の資金調達に影響を与えることが懸念される(図-8、表-8)。さらに、不動産の供給過剰からオフィス・ビルの空き室率も全米平均で17%強まで上昇しており、また、先のFRBによる銀行の融資態度調査においても調査対象銀行の約2/3が8月から10月にかけて不動産向け融資基準を強化したと報告していることから、全体の設備投資の約1/4を占める構築物(structures)への投資は引き続き低迷するものと予想される。

図-8 T-bill3カ月レートとCP3カ月レートの推移



(出所) FRB

以上から'90年の実質設備投資は1.0%と小幅ながらプラスの伸びとなるものの、'91年は▲2.8%とマイナスの伸びとなろう。但し、大幅な減少は避けられるものとみられる。

表-8 8~10月期における企業向け融資基準引き締めの実態

(引き締め項目を実施した銀行数の比率、%)

		強化	変化なし	緩和
融資認可基準	1	50 (36)	50	0
	2	48 (43)	52	0
	3	41 (34)	59	0
	4	72 (61)	28	0
貸出限度額	1	47 (25)	53	0
	2	31 (27)	67	2
	3	12 (9)	88	0
貸出コスト	1	55 (22)	45	0
	2	50 (30)	48	2
	3	36 (18)	61	2
ローン金利の上乗せ	1	57 (25)	43	0
	2	50 (35)	47	3
	3	36 (21)	63	1
契約内容	1	50 (37)	50	0
	2	55 (53)	45	0
	3	39 (43)	59	2
担保要件	1	29 (25)	71	0
	2	50 (45)	50	0
	3	36 (40)	64	0

(注) ・1は大企業、2は中堅企業、3は小企業に対する米銀の融資態度、4は外国銀行の融資態度。

・( )内は前回('90年5~8月期)の調査結果。

・中堅企業：年間売上高が5,000万ドル~2億5,000万ドル。5,000万ドル以下の企業は小企業。2億5,000万ドル以上は大企業。

・調査対象はマネーセンターバンク9行を含む米銀60行と米国内で営業する外銀18支店。

(出所) FRB"Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices"

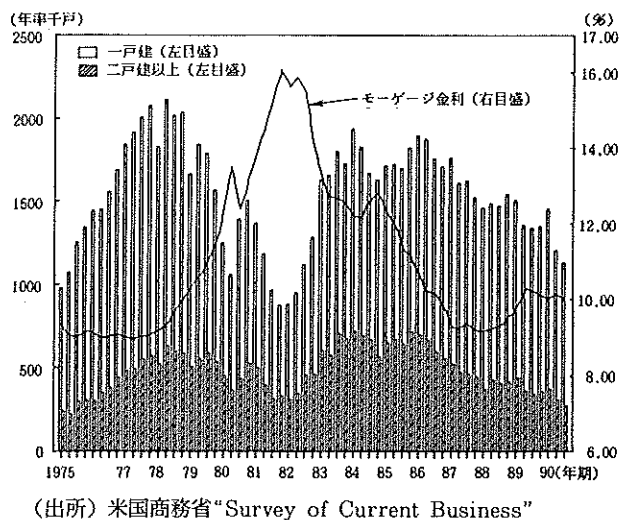
### ⑤ 低迷続く住宅投資

現在、住宅投資は低迷している。実質住宅投資は前年同期比で6四半期連続して減少しており、着工件数でみた場合も、10月は104万戸、前月比▲6.0%の減少と'82年6月以来8年4カ月ぶりの水準に落ち込んだ。また、'90年2月以降9カ月連続して前月比で減少しており、統計が開始された'59年以来最長のマイナス期間となっている。そもそも着工戸数の減少基調は'86年に始まっており、'86年末から'87年初にかけて一時的に増加した局面があったものの、傾向としては減少基調にあると言える。ここで、こうした現在までの住宅投資の減少の主因は何であるかをみるために、各変動要因を検討してみたい。

#### (a) 金利要因

'70年代から'86年頃までは、金利の低下局面では着工件数が増加するといった負の相関関係がみられたが、'87年以降はこの関係がやや希薄になったようである。住宅を一戸建てと二戸建て以上（集合住宅とみなす）に分けてみると、'85年から'87年にかけてモーゲージ金利が一貫して低下していたにもかかわらず、'86年初から集合住宅が減少しており、金利以外の要因が大きな影響を与えたものと考えられる（図-9）。

図-9 住宅着工件数（一戸建、二戸建以上）とモーゲージ金利



#### (b) 税制要因

'81年の税制改革では、加速度償却等集合住宅建設を促進するものであったが、'86年の税制改革では逆に不動産投資に対して抑制的内容となった（表-9）。

'86年から集合住宅の減少傾向は、この税制要因の影響が大きいものと考えられる。すなわち、一戸建てが比較的モーゲージ金利の動きを反映して推しているのに対し、集合住宅は、(i)「'81年経済再建税法」の投資優遇措置によるタックスシェルターを利用した建設増で供給過剰となり、空き室率も高水準に達していたこと、(ii) '86年税制改革によって不動産の償却期間延長等、優遇措置の圧縮が行なわれたこと等がその後投資抑制的に作用したとみられる。

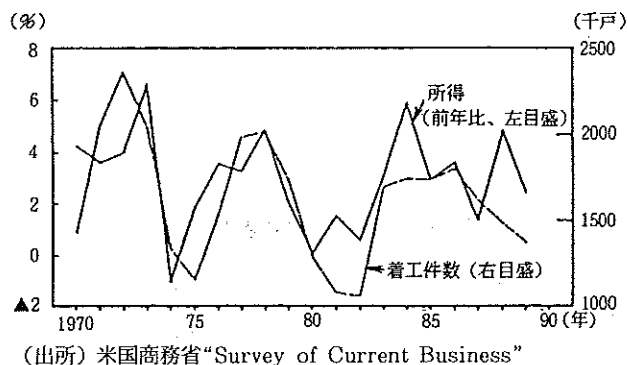
表-9 '86年税制改革法による住宅関連の変更点

	1986年までの制度	1986年税制改革法
個人所得税関連 住宅ローン金利 に係る所得控除	全額控除	廃止。「主たる住宅」及び「セカンド・ハウス」の2軒に対してのみ控除
企業関連 償却制度	加速度償却制度 ●低所得者向け住宅の償却年数は15年、定率法を採用	加速性を著しく緩和 ●賃貸住宅の償却年数は27.5年、定額法を採用 (なお日本のマンションは60年)
売却した場合のキャピタルゲイン	60%が控除され残りの40%に対し限界税率が50%であった(最高20%)。	左記の課税方法は廃止、所得税なみの28%となった。

(c) 所得要因

実質可処分所得の伸びと着工件数は過去においてかなりの相関関係がみられた(図-10)。しかし、'88年に所得が高い伸びを示したにもかかわらず、着工件数は減少しており、このところこの関係がやや薄れている。

図-10 実質可処分所得と着工件数



(d) 人口と住宅ストック要因

住宅購入率が他の年齢層と比較して高いとみられる25~34歳の人口増加率は、ベビーブーマー世代の高齢化に伴い、'82年に大きく低下した後、緩やかな鈍化傾向にある。

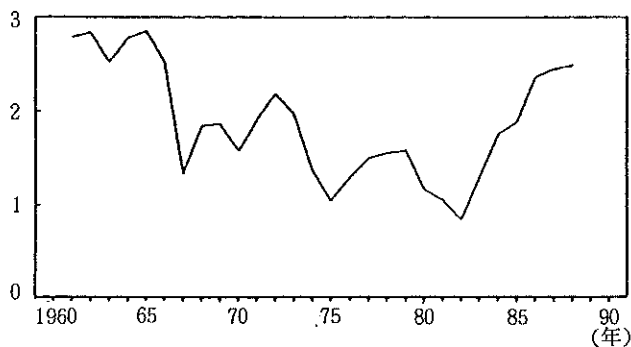
また住宅ストック増加率を20歳以上の人口増加率で割った値は、'82年以降一貫して上昇している(図-11)。

以上から'87年以降現在までの住宅建設の低迷は、(a)人口増加率が鈍化する一方で、'82年以降の投資ブームによって住宅ストックが増加し、供給過剰感がでてきた、(b)'86年の税制改革が集合住宅の建設に抑制的に作用した、(c)'88年半ば以降モーゲージ金利が上昇傾向に転じた一等の要因によるものとみられる。

今後の住宅着工件数、住宅投資の動向については、基本的に上記の3つの要因に大きな変化は見込めないため、'91年3Q頃まで減少基調が続き、モーゲージ金利の低下によって一戸建て住宅を中心に'91年4Qから緩やかな回復が予想される。しかし、

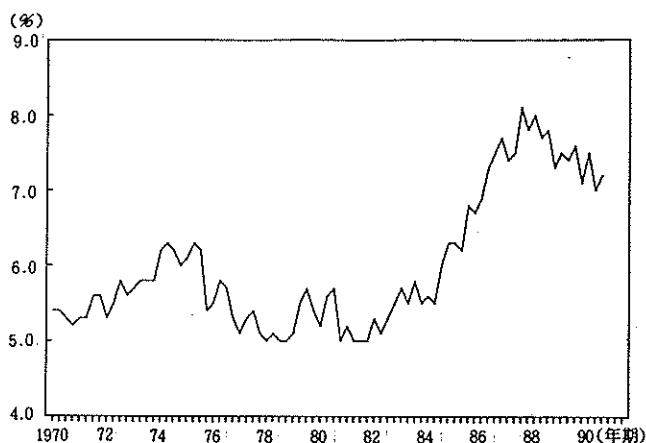
やや低下しつつあるものの、空き家率が依然として高水準であることから基本的には供給過剰感の大幅な改善は見込みにくく、全体の回復テンポは極めて緩慢なものにとどまろう。歴年ベースの実質住宅投資は'90年▲4.5%、'91年▲10.4%と減少が続こう（図-12）。

図-11 住宅ストック増加率／人口（20歳以上）増加率の動向



（出所）米国商務省“Survey of Current Business”

図-12 空き家率

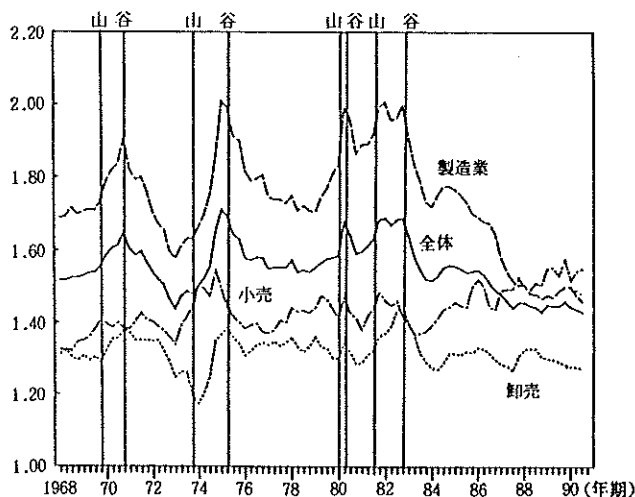


（出所）米国商務省“Survey of Current Business”

### ⑥ 過剰感少ない在庫投資

'90年4Qからリセッション入りは避けられないであろうが、今回のリセッションが過去の平均より「短期間、緩やか」と予測されるのは、過去のリセッション時と比べて現時点での在庫の積み上がりが少なく、また今後在庫調整が起きるにしても、比較的軽微なものにとどまるとみられるからである（図-13）。'90年3Q（7、8月平均）の実質在庫・売上比率をみると、全体で1.43と過去2回の石油危機によるリセッション時と比べてかなり低水準で安定している。ただ足下で、小売段階の在庫・売上比率が緩やかに上昇しつつあることには、今後、注意しなければならないであろう。

図-13 在庫・売上高比率の推移

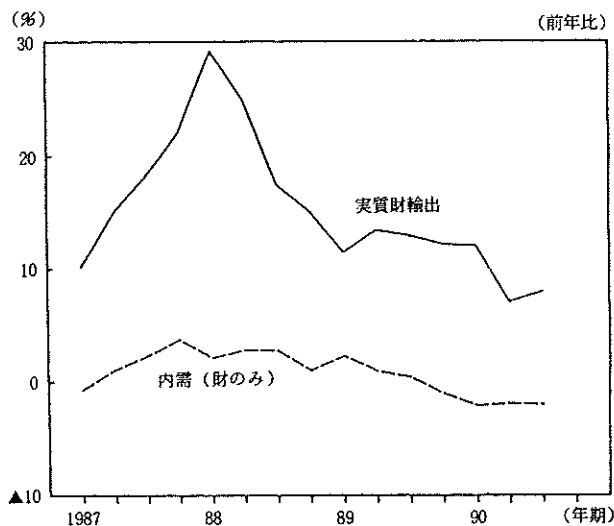


（出所）米国商務省“Survey of Current Business”

### ⑦比較的底堅い推移が見込める輸出

力強さはないものの、今回のリセッションを軽微にとどめ、景気回復に寄与するもう一つの要因が輸出とみられる。'90年初以降景気減速感が強まる中で、鉱工業生産が9月まで比較的底堅い動きを示していたのは、自動車生産等の要因もあるが、輸出による需要が下支えしていたものとみられる(図-14、図-15)。実質実効ドルレートが'90年3Qから'91年1Qまでドル安で推移し、歴年ベースでも'90年が約5%、'91年が約7%のドル安となることから、海外需要の減速を受けて伸びは鈍化するものの、'91年も輸出は底堅く推移するものと予想される。この結果、生産活動も大幅な落ち込みは回避されよう。但し、ドル安が輸出に影響を及ぼし始めるには、少なくとも2~3四半期程度かかることを踏まえると、輸出の伸びが高まるのは年後半からとなろう。以上から、実質輸出は'90年5.2%、'91年2.3%程度の伸びと予測される。

図-14 輸出と内需(財のみ)の推移

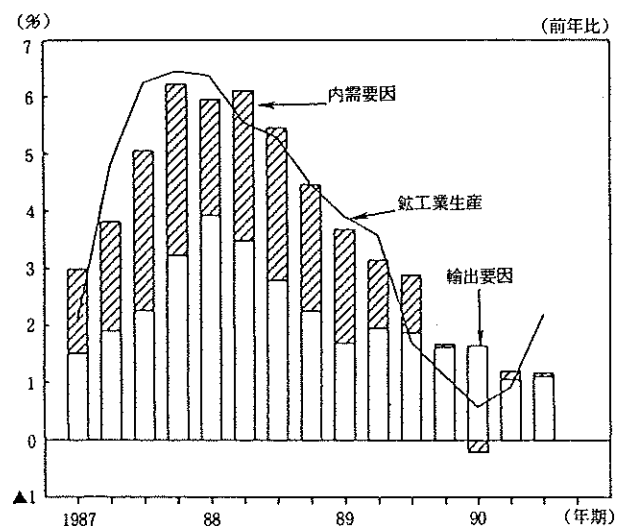


(出所) 米国商務省“Survey of Current Business”

一方、実質輸入は、輸入価格の上昇、内需の減速を受けて、'86年の6.0%から、'90年3.2%、'91年0.7%とかなり鈍化することとなろう。

この結果、純輸出は'90年、'91年と改善し、全体の成長への寄与度は兩年とも0.2%となることが見込まれる。

図-15 鉱工業生産の要因分解



(推計式)

推計期間 '85/3Q~'90/3Q

$$\text{LOG(IP)} = -3.835232 + 0.1331107 \times \text{LOG(GEMNA8)} \\ (-2.48) \quad (5.41)$$

$$+ 0.9320551 \times \text{LOG(DOM)}$$

$\bar{R}^2 = 0.9908$

D.W. = 0.931

IP: 鉱工業生産 GEMNA8: 実質財輸出(農産物を除く)

DOM: 国内需要(財のみ)

(資料) FRB、米国商務省“Survey of Current Business”



また、国際収支に関しては原油価格上昇による輸入（名目ベース、以下国際収支に関しては全て名目ベース）の急増から、貿易収支は悪化している。'90年に入ってから輸入は前期比年率で、1Q7.0%、2Q▲8.5%だったが、3Qは原油・石油製品が同116%増となったことを主因に、全体で22%増となり、貿易収支は前期比67億ドル赤字が拡大した。

今後、景気後退とドル安の結果としての輸出増が赤字縮小要因として作用するものの、原油価格上昇の影響は'90年よりもむしろ'91年に顕現化するため（'90年平均22ドル/バレル、'91年平均26ドル/バレル）、'90年の貿易赤字は前年に比べ微減、'91年はやや拡大しよう。従って、経常収支の赤字も小幅の変化にとどまろう。数値的には'89年の1,100億ドル（対名目GNP比2.1%、以下同様）が'90年は1,002億ドル（1.8%）へ縮少し、'91年は1,170億ドル（2.0%）へやや拡大するものと予想される。

### 3. 金融・財政政策

#### (1) 金融政策は小幅な緩和スタンスが持続

7月13日、FRB（米連邦準備制度理事会）は、銀行の貸し渋りを相殺するという理由で、FFレートの目標水準をそれまでの8.25%から0.25%引き下げた。また、10月29日に、今後5年間にわたる財政赤字削減策が最終的に法制化されたのを受けて、FRBは再びFFレートを0.25%引き下げ、その後1カ月も経たない11月16日に、景気低迷・リセッション懸念の高まりから'90年に入ってから3度目のFFレート引き下げを実施し、目標水準を7.5%とした。

今後の金融政策については、インフレ・為替動向を注視しつつ、景気の落ち込みを緩和するために'91年春頃までに公定歩合引き下げを含めた緩和策がとられよう。その後については、景気の底入れ等から基本的には横這いのスタンスが推持されるであろう。

#### (2) '91年度財政赤字の改善は見込めず

10月27日、上下院本会議は今後5年間にわたる財政赤字削減策を採択し、ブッシュ大統領も11月5日にこれに署名、同法案は成立し、約5カ月に及んだ財政赤字削減交渉は最終的に決着した。

今回の財政赤字削減策は、'91年度431億ドル、5年間で4,919億ドルの赤字削減を目指すもので、そのうち増税による歳入増が1,646億ドル、歳出カット1,824億ドルとなっている（その他減税措置が約270億ドル、金利負担の軽減が約650億ドルが含まれ

ている)。また、グラム・ラドマン法の適用年次を2年間延長して'95年度までとし、歳出強制削減令発動の基準となる赤字削減の算定基準を変更し(社会保障基金の黒字を除外する)、目標額を各年度とも引き上げるといふ措置も行われた(表-10)。

表-10 各グラム・ラドマン法目標額と財政赤字実績・見通し

(10億ドル)

	1988年 実績	1989年 実績	1990年 実績	1991年 見通し	1992年 見通し	1993年 見通し	1994年 見通し	1995年 見通し
①赤字額実績・見通し	155.2	153.3	220.4	295.0	309.0	228.0	116.0	84.0
②今後の赤字削減額				42.0	75.0	91.0	127.0	150.0
③社会保障黒字	38.8	52.8	56.6	74.0	83.0	99.0	114.0	126.0
新GR法(①-②+③)				327.0	317.0	236.0	103.0	60.0
④新GR法ベースでの赤字	194.0	206.1	277.0	362.1				
1987年修正グラム・ラドマン法	144.0	136.0	100.0	64.0	28.0	0		

(注) 数値は財政年度(10月~9月)による。

④の1991年度見通し額は実際の赤字削減予定額の431億ドルを②の数値の代わりに引いたもの。

(資料) "Summary of H.R.5835 The Omnibus Reconciliation Act of 1990 Conference Agreement Provisions October 27, 1990" 等

しかし、'91年度に431億ドルの赤字削減が実際に行われ、新グラム・ラドマン法のターゲットである3,270億ドル以内に赤字が収まるかどうかは疑問である。なぜなら、(a)'91年の経済見通し(4Q比)がやや楽観的であり、当研究所の予測より0.4%高く、法人税、個人所得税等実際の税収が政府の見通しを下回る、(b)S&L救済資金が政府見通しの973億ドルを上回る、(c)湾岸紛争に伴う中東派兵費用が今回の赤字削減策の中で考慮されておらず、今後の情勢如何にもよるが、これが少なくとも100億ドル以上になる—といった可能性が高いからである。以上から'91年度の財政赤字は従来の統合予算ベースで2,900億ドル弱、新グラム・ラドマンベースでは3,600億ドル程度と目標額を約350億ドル上回るものと予想される。

また、上記のようにグラム・ラドマン法の改正が行われたものの、依然として予算作成時点のみでしか効力がない点に変わりはなく、事後的に目標額を上回っても何ら法的措置がとられないことが問題点として残されている。従って、楽観的な経済見通しとともに、来年度の予算作成時点で再び赤字削減に関する論議が高まるものと思われる。

#### 4. ファイナンシャル危機への可能性

今回の予測において米国経済は'90年4Qからマイルドなリセッションに入り、'91年の後半から緩やかな回復に向かうと予想している。その理由としては前述したように今の在庫水準が景気後退に対処するのに適当な水準にある一方、金融緩和によりFFレートが'91年の2Qまでには7%まで下がり、'91年の実質実効ドルレートが'90年に比べるとかなり低下(▲7.2%)することが前提となっている。そのため'91年の後半から輸出が拡大し始め、住宅、設備投資も'91年の4Q頃から回復するパターンを予想している。しかし、イラク危機、金融システムへの不安、失業率の上昇、インフレ率の遅い改善などから、'91年中に消費者センチメントが急速に回復することは考えられず、消費の回復テンポは遅いものとなろう。このため'91年の米国景気の急速な拡大は望めない。

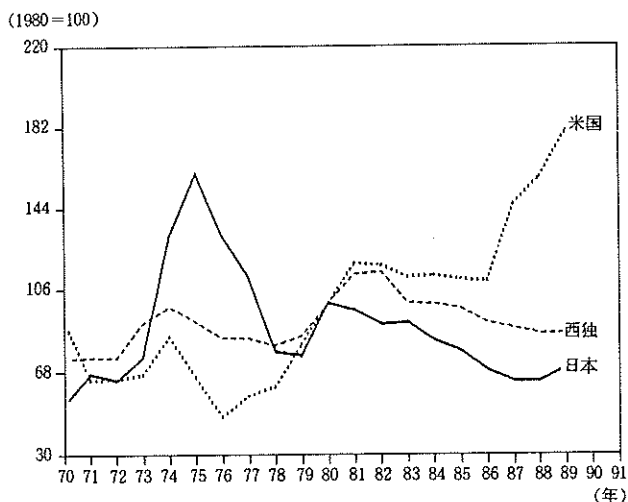
このような米国経済のソフトランディングシナリオに対して、今回の景気のスローダウンがファイナンシャル危機あるいはハードランディングにまで発展するダウンサイドリスクの存在を無視できない。その理由として、一つは1980年代に米国経済の赤字体質化が大幅に進んでしまったこと、二つめは金融システムが脆弱化したことが挙げられる。

##### (1) 米国の赤字体質化

現在の米国の経済体質は'81~'82年のリセッション時と比べかなり異なっている。'80年代における借入金優遇の税制改革、M&A、LBOなどにより農業部門を除くすべての部門で赤字体質化が進んだ。朝鮮戦争から1980年までの27年間、非金融部門のGNPに対する債務残高の比率はほぼ一定しており137%程度であった。しかし、'80年代には連邦政府を始め、家計、企業の借金体質化が進みその比率は1989年には180%と43%も上昇した。このことは'80年代に米国経済が所得の伸びをはるかに越えて負債を増加していったことを物語っている。景気後退が予測される中で、特に企業の赤字体質化が問題である。企業部門において債務残高-GNPが'80年代に51%から64%にも増加したにもかかわらず、企業は借り入れた資金を機械などの設備投資よりもマネーゲームに多くを使用したため企業部門の有形固定資産-GNP比率は1980年の105%から1988年には93%へと低下した。そのため今後の潜在成長力の低下が懸念されるどころであるが、さらに悪いことに、利子の支払が急増している。企業部門の税引前収益に対する利払いの比率は'60年代の16%、'70年代の33%から、'80年代には56%にまで達している。現在その比率は'82年のリセッション当時の59%に近づいている。'81~'82年当時の金利が今より5%以上も高かったことを考えると企業部門が現在抱えている債務残高の異常な大きさに気付こう。このことは国際比較にお

いても米国企業の借金体質化が分かる。図-16には米国、日本、ドイツ（旧西独）の非金融企業のキャッシュ・フローに占める利子支払い比率（1980=100）の変化を示したものであるが、'80年以前において米国企業の利子支払いのキャッシュ・フローに占める割合はほとんど一定であった。それが'81年に上昇しその後幾分低下傾向にあったものの、'86年以降の私払いのキャッシュ・フローに占める割合は日本、ドイツで低下傾向が見られる一方、米国では急増している。このことから景気の後退により企業収益が減少するならば、たとえ金利が低くても企業倒産が増加し、債務のデフォルト（不履行）が多発することが予想される。実際に'90年の9月までの倒産件数は'89年の9月までに比べ約15%も増えている（表-11）。このように米国経済の赤字体質化により、単なるリセッションが債務のデフォルトの多発につながり、ファイナンシャル危機へと発展する可能性は否定できない。キンドルバーガー教授は「ファイナンシャル危機の歴史」の中で“資産価格の急上昇、借金の急膨張をもたらした投機的経済行動のあとにはファイナンシャル危機が待っている”と述べているが、この点、今後の動向には十分な注視を要しよう。

図-16 キャッシュ・フローに対する利払いの推移



(出所) 米国商務省“Survey of Current Business”

表-11 産業別の企業倒産件数

産 業	1989年	1990年	変化率%
農 林、漁 業	1,081	1,160	7.3
鉱 業	270	257	▲ 4.8
建 設	5,285	5,857	10.8
製 造 業	2,904	3,469	19.5
輸送、公益事業	1,520	1,826	20.1
卸 売 業	2,740	3,106	13.4
小 売 業	8,329	9,372	12.5
金融、保険、不動産	2,111	2,767	31.1
サ ー ビ ス	13,615	14,777	8.5
そ の 他	441	1,245	
合 計	38,296	43,836	14.5

(注) 1989年1～9月期と1990年1～9月期の比較、1990年の統計は速報値。

(出所) Dun & Bradstreet“Looks at Business” A newsletter Nov./Dec.1990 Volume 8, Number 6

## (2) 金融機関の脆弱化

“冬の時代”の金融機関と言われるように米国の金融機関への不安が高まっている。貯蓄貸付組合の破綻から最近は大手の商業銀行のレイオフに見られるように商業銀行にまで金融不安が及ぶようになってきた。'70年代後半の中南米諸国の累積債務に加え、'80年代のジャンクボンドの不良債権化、そしてここにきて不動産不況の打撃により、銀行は自己資本の充実、不良債権の償却を財務省、FRBに迫られている。そのため景気刺激のための融資リスクをとるわけにもいかず、貸し出し抑制で資産の改善に努めるようになってきている。先のFRBの融資態度調査に加え、10月2日の連邦公開市場委員会（FOMC）の議事録においても、景気が落ち込んでいく中で銀行は貸付のスプレッドを広げたり、クレジットラインを低くしたり、担保条件を厳しくするなど貸し出し抑制を強めていると報告されている。銀行の貸し渋りからFRBの予想以上にマネーサプライの伸びが落ちているように思える。銀行経営の厳しさはライシャワー議会予算局（CBO）局長の9月の議会証言においても表われており、1990年度～93年度で631行の倒産をCBOは予想している。連邦預金保険公社のシードマン総裁は全米の約1万2千の銀行のうち問題銀行は一割程度もあると言う。さらに、ライシャワー局長は9月の議会証言で「'90年央で銀行保険ファンドは114億ドル程度しかなく、トップ10の銀行のひとつも倒産すればその損失は100億ドル以上となるだろう」と述べている。もちろん、このような大きな銀行の倒産が起こるとは現時点では考えられないが、「今後決して起こらないとは言い切れない」とも証言している。このように従来ならばリセッションから経済を建て直す役割を担っていた銀行が今や自らの経営不振からクレジット・クラッシュを起こし景気回復力を弱める働きをし、さらにこれが深刻化すれば、景気後退を深める可能性も完全には排除できないと言えよう。