

2008年の金融危機以降、大規模な財政政策の実施等を背景に大幅な反発を見せた米国経済はその後安定成長を続け、一時は政策による景気の押し上げから自律的な民需の回復・拡大に移行すると期待や楽観が市場を支配した。しかし足下では欧州の債務問題深刻化と同時に米国景気の再減速懸念が急浮上している。市場は一時期実質GDPが+3%を超えるような高成長を見込んでいたが、足下急速にその予想が引き下げられている(図1)。債券市場では10年債の利回りが2%を割り込む水準まで低下、景気の低迷だけにとどまらずデフレをも意識する、所謂「日本化」や「景気の二番底」を危惧する値動きとなっている。本稿では、今後米国経済が「二番底」ないしはデフレを伴う長期的な景気停滞である「日本化」を回避出来るのか、過去のケースを振り返りつつ考察する。

まず景気が腰折れして二番底に陥るリスクについて、過去の典型的な事例として大恐慌後の1930年代の経済動向とその背景について考える。当時は1929年10月に始まった世界大恐慌で大幅なマイナス成長を経験した後、消費需要を中心に景気が安定を取り戻したかに見えた時期であった。そのような状況下、当時のルーズベルト大統領は財政健全化の必要性を強く主張し、公共事業削減を勧告することで実際に緊縮政策を実施した。更にFRBは景気下押しリスクよりも景気回復に伴うインフレリスクに重きを置く形で二度に渡る金融引締めを敢行した。結果として、これらの早すぎる緊縮・引締めがその後の深刻な景気後退、所謂二番底に陥る一因となったのである(図2)。

次に1990年代の日本を振り返る。失われた20年と呼ばれる経済の長期停滞の原因は様々であるが、大恐慌時と同様に政策面の失敗もその一因であったと考えられる。財政政策面では、主に3つの失敗が見てとれる。即ち①初動が遅く、②小規模の対策を逐次投入し、③途中で緊縮に転じた、ということである。最終的には累計でGDPの35%に相当する対策が実施されたが、バブル崩壊後2年は本格的な対策は実施されず、一度に大規模な対策を実施することなく小粒な政策の逐次投入に終始し、更に90年代半ばには景気に脆弱さが残る中で景気対策を中断した(図3)。また金融政策面では、日銀の利下げペースは緩慢で、最終的にゼロ金利に到達するまでに10年の月

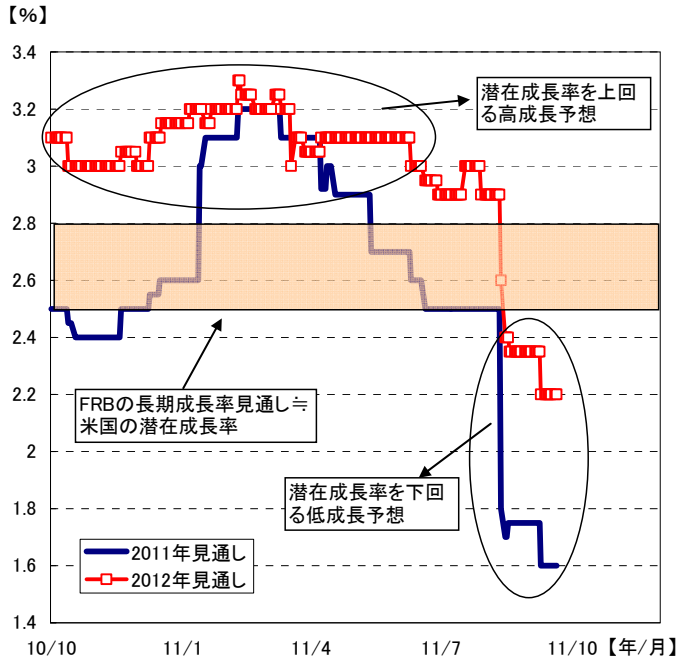
日を要している。結果として実質金利の高止まりが続き、景気に対して十分な緩和効果を発揮することが出来なかった。政策金利をゼロ近傍まで下げた時には既に物価も景気の弱さを背景にデフレに陥っており、せっかくのゼロ金利政策も実質面での緩和にはつながらず、景気及び物価を押し上げる効果は極めて乏しかった(図4)。政策当局自らの緩慢な行動がその効果を減殺したことが、日本の長期停滞の一因となったことは間違いないだろう。

一方で今回の米国の状況に目を転じると、財政政策面での動きは日本のそれと違い、①危機直後から迅速に、②大規模な対策を、③断続的に実施している。金融危機発生直後の2009年からオバマ政権により7,870億ドルに及ぶ景気対策が実施され、政策効果の大幅な剥落が懸念された2010年には給与税の減税やブッシュ減税の延長等の対策が実施された。更に現在も来年に向けて4,500億ドル規模の対策が提案されている。日本は危機後5年で景気対策の累計額がようやくGDP比10%に到達したが、米国では3年目に到達する可能性が高まっている(図3)。また金融政策面でも金融危機直後から速やかに利下げを実施したため、実質金利ベースでも大幅な緩和となり、その効果が期待出来る状況となっている(図4)。また政策面以外でも、最近落ち着きを見せている原油価格が示唆するようにインフレの拡大は一服したとみられ、また景気も腰折れには至らないものの軟調推移となる可能性が高い。このため物価は安定推移が見込まれ、それが実質ベースでの所得を下支えするため消費も底堅い推移となる可能性が高く、循環面から景気は下支えされよう。

以上、米国経済は政策面での失敗がみられず循環面からのサポートも期待されることから、現状では日本型の長期停滞や二番底に陥る可能性は低いと言えよう。しかし市場で悲観シナリオが浮上していることも事実である。その背景には、政策当局者の主体的な行動の結果としての失敗ではなく、財政赤字の問題や金融緩和によるインフレ拡大の問題等「政策の限界」を巡る思惑があるのだろう。民需が弱い中で政策に対する信認低下が底流にあるとすれば、その解決は未だ見えていない状況である。政府及びFRBは引き続き難しい舵取りを迫られることは必至であり、今後の動向を注視したい。

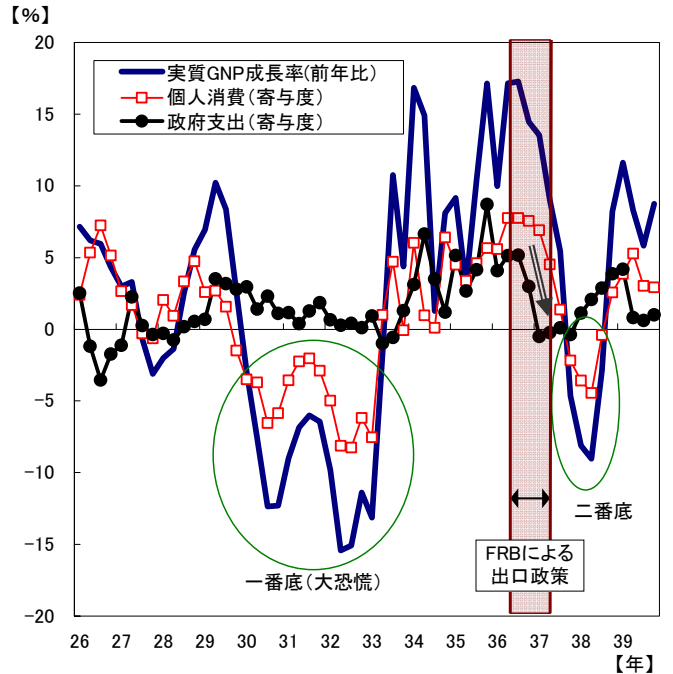
(2011年9月21日記)

図1：米国実質GDP成長率見通しのコンセンサ推移



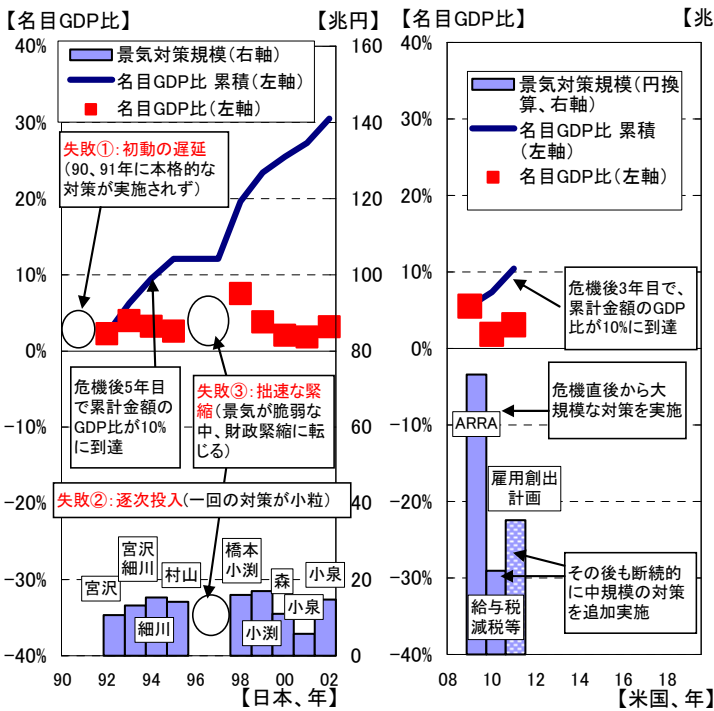
出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図2：大恐慌時の景気推移等



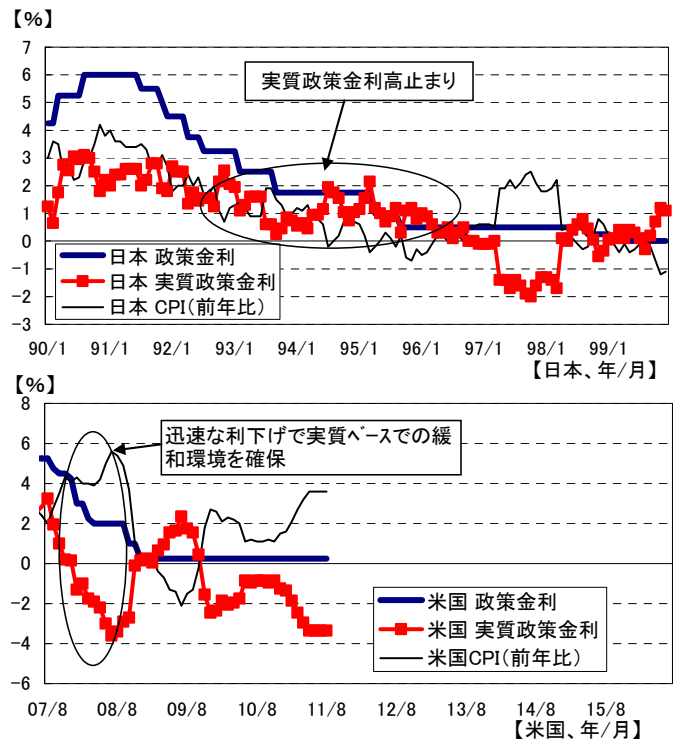
出所：各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

図3：日米景気対策の比較(左:日本、右:米国)



出所：各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

図4：日米金融政策の比較(上:日本、下:米国)



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）