

# 米英におけるマクロ経済的不均衡の現状

—本邦バブル期からバブル崩壊以降の局面との比較も交えて—<sup>1</sup>

2009年12月

## < 概要 >

- ◎ 先行研究をサーベイすると、
  - 様々なマクロ経済的不均衡の拡大が金融危機の一因になったという点はほぼ共通。
  - 米国と英国の不均衡は未解消との見方が多く、調整進展を評価する向きは部分的。

- ◎ 各種データを確認すると、
  - フローベースの米国経常収支や米英両国の家計貯蓄率は急ピッチで改善中。設備投資は従前より平静を維持。
  - 資産価格についても、大半が急上昇前の状態まで戻した後、足許にかけて反転中。
  - 以上までのところで劣後しているのは、英国の経常収支や住宅価格、米英両国の財政収支。また、米国商業用不動産価格も下落が継続。
  - さらに、両国の家計部門には、住宅ローンを中心とする負債が残存。且つ、英国では、非金融法人企業が過大な負債を抱え込んだまま。

- ◎ 総じて、不均衡の拡大がバブル期の日本で企業中心に見られたのに対し、危機前の米国では家計中心、英国では家計と企業の両方。規模的には、日本と比べて米国がやや小型、英国はやや大型。そして、現下の調整はいずれも「V」(逆チェックマーク)型に止まり、限定的な景気回復を示唆。

米国と英国における不均衡の拡大度合いと足許にかけての調整の形状

指標	国	不均衡の拡大 マクニチュート	調整の形状		
			現状(「I」、「II」、「III」、「IV」は、第1、第2、第3、第4四半期を示す。日本はバブル崩壊以降)	調整の型	
フローベースの指標	経常収支	米国	2002年入り後から赤字が急拡大	05年IVをピークに09年Iレベルまで赤字が急縮小	V
		英国	2005年後半から赤字が急拡大	06年IVをピークに赤字急縮小後、09年IIに再拡大	W
		日本(バブル期～バブル崩壊以降)	黒字を維持したが、そのGDP比率は低下	80年代に入り黒字拡大、そのGDP比率も上昇	—
	家計貯蓄率	米国	98年半ばから一段と低下、最低は08年Iの1.2%	08年Iをボトムに08年後半レベルまで急上昇	V
		英国	2000年代初頭から一本調子で低下、一時マイナス	08年Iをボトムに2000年後半レベルまで急上昇	V
		日本(バブル期～バブル崩壊以降)	80年代を通じて低下、80年の18%から90年に13.5%	81年に一旦上昇したが、以降は低下基調	W
	民間設備投資	米国	経済成長に伴い増加、GDP比率は小幅上昇	09年IIIまで5四半期連続の前期比減少	—
		英国	経済成長に伴い増加、GDP比率はほぼ横ばい	09年IIまで4四半期連続の前期比減少	—
		日本(バブル期～バブル崩壊以降)	80年代後半に急増、GDP比率も急上昇	減少に転じ、GDP比で96年Iに85年前半レベルへ	U
一般政府財政収支	米国	赤字継続ながら、2004～06年に改善	金融危機を境に悪化し、戦後最悪水準へ	L	
	英国	赤字ながら、2004～05年に小康、06年に改善	金融危機を境に悪化し、戦後最悪水準へ	L	
	日本(バブル期～バブル崩壊以降)	80年代を通じて改善し、88～92年に黒字化	90年代に入って悪化・赤字化、04～07年に改善	し	
資産価格関連の指標	住宅価格	米国	2006年春まで急上昇、GDPの推移と大きく乖離	06年秋から急落、09年初にGDP推移との乖離解消	V
		英国	2007年秋まで急上昇、GDPの推移と大きく乖離	07年末から急落、GDPの推移と今なお乖離	し
		日本(バブル期～バブル崩壊以降)	80年代後半に急上昇、GDPの推移と大きく乖離	91年から急落、97年初にGDP推移との乖離解消	U
	商業用不動産価格	米国	2007年秋まで急上昇、GDPの推移と大きく乖離	07年末から急落、09年IIにGDP推移との乖離解消	V
		英国	2007年半ばまで急上昇、GDPの推移とやや乖離	07年後半から急落、直後にGDP推移との乖離解消	V
		日本(バブル期～バブル崩壊以降)	80年代後半に急上昇、GDPの推移と大きく乖離	91年から急落、96年初にGDP推移との乖離解消	U
	株価	米国	2008～07年に史上最高値を立て続けに更新	07年秋～今春にかけて、07年4月レベルまで急落	V
		英国	2003年春～07年半ばにかけて急上昇	07年後半～今春にかけて、03年3月レベルまで急落	V
		日本(バブル期～バブル崩壊以降)	80年代後半を通じて急上昇、89年末に史上最高値	80年入り後から急落、92年8月に86年3月レベルへ	V
民間非金融セクターの負債の指標	家計+非金融法人企業の負債	米国	2005年前後から拡大ペースがやや加速	08年Iから拡大ペース鈍化、GDP比率は小幅上昇	L
		英国	98年頃から急拡大、GDP比率も急上昇	08年IIから漸次的に縮小、GDP比率は小幅上昇	L
		日本(バブル期～バブル崩壊以降)	80年代後半に急拡大、GDP比率も急上昇	95年度まで漸増、GDP比率は04年度に84年度以下	U
	家計部門の負債	米国	90年代後半から急拡大、GDP比率も急上昇	08IVから3四半期連続で縮小、GDP比率は横ばい	し
		英国	2000年代に入り急拡大、GDP比率も急上昇	09年前半は2四半期縮小ながら、GDP比率は上昇	L
		日本(バブル期～バブル崩壊以降)	80年代後半に拡大、GDP比率も急上昇	90年代に入り鈍化、GDP比率は80年代末レベルへ	U
	非金融法人企業の負債	米国	経済成長に伴い増加、GDP比率は横ばい	08年Iから拡大ペース鈍化、GDP比率は小幅上昇	L
		英国	98年頃から急拡大、GDP比率も急上昇	09年前半は2四半期縮小、GDP比率も小幅低下	し
		日本(バブル期～バブル崩壊以降)	80年代後半に急拡大、GDP比率も急上昇	92年度から縮小、GDP比率は00年度に84年度以下	U
総合評価	米国	家計部門における不均衡の拡大が中心で、資産価格も大きく上昇	フロー、資産価格面の殆どで調整が進むも、負債サイドの不均衡が残存	V(3.4)	
	英国	家計と企業の両部門で不均衡が急拡大し、資産価格も大きく上昇	フロー、資産価格面の多くで調整が進むも、負債サイドの不均衡が残存	V(2.6)	
	日本(バブル期～バブル崩壊以降)	企業部門における不均衡の拡大が中心で、資産価格も大きく上昇	漸進的調整で従前レベルを回復したが、幾つかの面では今なお調整が継続	U(3.5)	

(注1)「不均衡マクニチュート」と「調整の型」については次頁を参照。  
 (注2)米・英国の「不均衡の拡大」欄の赤色掛けは不均衡の拡大があった項目、緑色は拡大がなかった項目。  
 (注3)米・英国の「現状」欄の赤色掛けは調整の型が「L」、「W」、黄色は「V」、「U」、青色は「V」、「U」、「—」の項目。

<sup>1</sup> 本稿は、金融庁総務企画局政策課市場分析室・石丸 (E-mail: yasuihiro.ishimaru@fsa.go.jp) が作成した。なお、本稿の内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究研修センターの公式見解を示すものではありません。

本稿は、「Ⅰ. マクロ経済的不均衡に対する各種見解」、「Ⅱ. データから見た米英におけるマクロ経済的不均衡の現状」、「Ⅲ. まとめ」の3章立てで構成している。また、以下の分析では、対象を（不均衡が特段に目立った米国と英国の）経済全体ないし民間非金融セクターに絞り込んだ。このため、金融セクターの不均衡に関しては最後の部分で簡単に触れるに止めているが、同セクターの動向が今次金融危機の前にも後にも広範・多大な影響を及ぼしてきたことは周知の通りである。

## Ⅰ. マクロ経済的不均衡に対する各種見解

### 様々な不均衡の拡大が今次金融危機の要因

- ▶ 7月24日に発表された『平成21年版 経済財政白書』は今般の金融危機に係わる詳細な分析を行っており、そこでは、「危機の背景にグローバルな不均衡の拡大があり、借金による消費拡大というアメリカの成長モデルの限界が明らかとなった」、「今回の金融危機に先行した米国への国際的な資金の流れの背景には、米国の経常収支赤字と日本を含む他の主要地域の黒字の存在があった」、「そうした世界的な不均衡は、各国国内における家計、企業、政府といった部門ごとの資金過不足を反映したものであった」との結論が導かれている。（図1）
- ▶ 過去の金融危機を比較・検証した Carmen M. Reinhart と Kenneth S. Rogoff は、昨年2月初めに発表した論文『Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison』で、「株価と住宅価格は、大幅な資本流入を経験した国

### <不均衡の拡大度合いと調整の評価について>

#### ●不均衡の拡大度合い＝「不均衡マグニチュード」

80年代後半バブル期の日本を3として、1～5（不均衡の拡大が見られなかった場合は0、日本が0の場合は米英両国だけの水準感）の範囲で、筆者が独自に点数付け（出来るだけ米英の間で差異を付けるようにした相対評価）。

#### ●「調整の型」

不均衡を解消する方向への調整が、

V：急速に進展し、従前レベルまで（5年未満の）早期に回帰…5ポイント

U：緩慢に進展し、従前レベルまで（5年以上の）時間をかけて回帰…4ポイント

v（逆チェックマーク型）：進展するが、従前レベルまで未回帰…3ポイント

l（逆J字型）：進展するが緩慢で、従前レベルまで未回帰…2ポイント

W：一旦進展した後、再び不均衡が拡大

…1ポイント

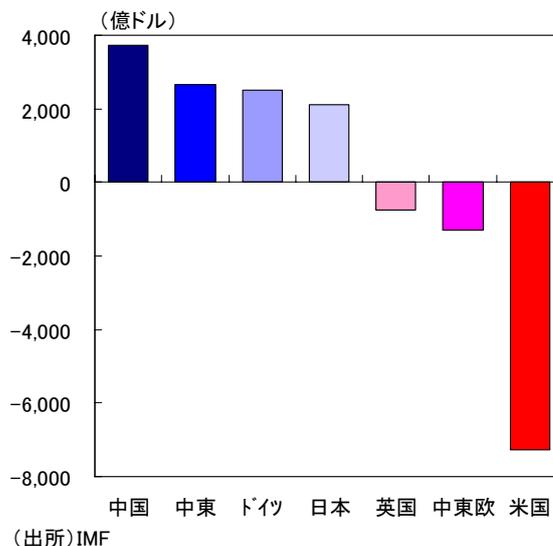
L：進展せず、乃至、足許で新たに不均衡が拡大

…0ポイント

という基準に沿い、現状を踏まえて筆者が独自に評価・分類。

なお、指標によっては、推移グラフの形状が、以上を上下反転させたΛ（ギリシャ字のラムダ）、n（小文字エヌ）、へ（逆チェックマークの上下反転）、r（小文字アール）、M、Γ（ギリシャ字ガンマ）となるが、意味合いや序列は同じ。

（図1）各国の経常収支（2007年）



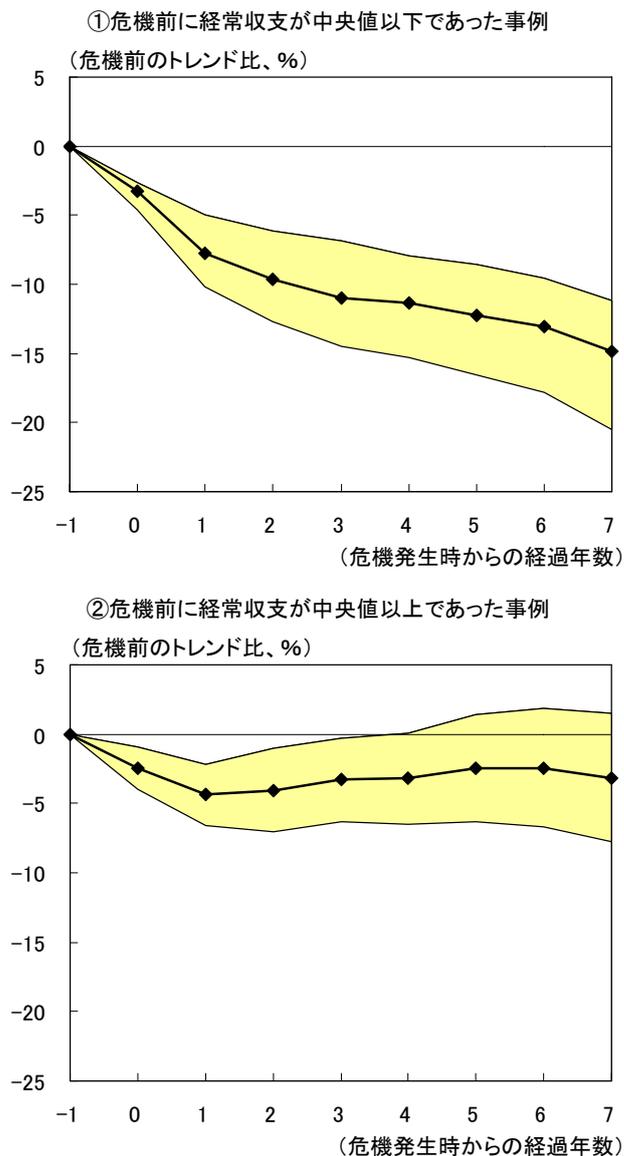
での危機に関する最良の先行指標」、「資産価格の急上昇や債務の積み上がり、経済収支の赤字など、金融危機の前夜には驚くほどの共通点がある」などと指摘していた。ちなみに、両氏の原著『This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly』でも、同様の指摘がなされている。

- また、IMFが9月下旬に発表した『世界経済見通し』は、過去40年間に世界で起きた金融危機の比較分析をベースに、「マクロ経済の不均衡が大きいほど（特に経常赤字、財政悪化、高インフレ下）、危機後の生産の落ち込みが大きくなる（マクロ政策での危機対応の余地が小さくなることが一因）」ことを示している。（図2）

こうした不均衡については、未だ解消されておらず、その是正は今なお課題という見方が大勢

- 日銀が半期ごとに発表している『金融市場レポート』の最新7月号では、「2007年までの信用拡張期において、過度にバランスシートを拡大させてきた経済主体による調整はまだ途上にある」との認識を示し、一例として「米英の家計部門など不動産の購入主体」（「これらのレバレッジは依然高いままであり、これが適正水準に低下するまでは、支出抑制など調整が続くと思われる」）を挙げている。
- 今次金融危機の震源地となった米国でも、Nouriel Roubini ニューヨーク大学教授が「金融機関の損失が政府のバランスシート上に置かれたままで、真のデレバレッジは始まっていない」（8月24日

(図2)金融危機後の生産の推移

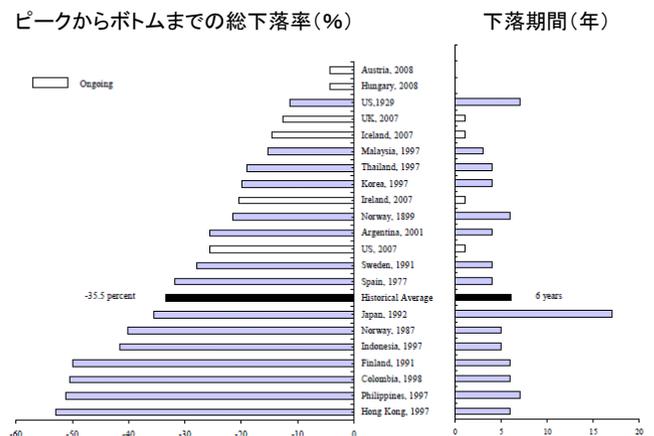


(注)折れ線は過去40年間に世界で起きた金融危機の事例を①と②にグループ分けした場合の各中央値、色掛け部分は90%信頼区間。  
(出所)IMF 世界経済見通し(2009/9/22)

付フィナンシャル・タイムズ紙) と主張。当局サイドからも、ガイトナー財務長官が「米国は今後に貯蓄を増加させる必要があるとの事実を、誰もが受け入れなければならない」(10月7日付ロイター報道)、バーナンキ FRB 議長が「アジア諸国や米国にとって、バランスの取れた経済成長を達成する過程で世界的な不均衡を一段と削減していくことは、恐らく最も重要な中期的課題」(10月19日、サンフランシスコ連銀での講演) といった発言を行っている。

- 具体的なレベル感としては、Carmen M. Reinhart-Kenneth S. Rogoff 論文:『The Aftermath of Financial Crises』(昨年12月19日発表) が、実質住宅価格を例に取り、「危機後の平均的な推移を見ると、計▲35.5%、6年にわたって下落してきたところ、「現在進行事例は、全てがこの平均以下(総下落率の過去平均値に近い方から、米国、アイルランド、アイスランド、英国、ハンガリー、オーストリア)」で、かなりの調整途上にあることを示している(両氏の新著『This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly』にも、当データはこのままの形で盛り込まれている)。(図3)

(図3)金融危機後の実質住宅価格の推移



(注) 白抜き棒グラフは、現在進行事例。

(出所) Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff, The Aftermath of Financial Crises

一方で、不均衡是正に関して一定の進展が見られるとの評価も散在

- 例を挙げると、9月24日-25日に米国ピッツバーグで行われたG20サミット。首脳声明中、「多くの国は既に、国内需要を拡大するための重要な措置を講じており、不均衡を軽減させている」、「幾つかの国では、民間貯蓄の増加が現在進行

中である（やがては公的貯蓄の増加も必要）」との記述が盛り込まれた。

- また、英国BOE金融政策委員会では、8月5日-6日会合時に、「消費水準の大幅な切り下げ・調整が既になされてきており、家計支出をサポートし得る要因の一つ」といった議論もあったことが、議事録より明らかになっている。尤も、9月9日-10日会合時には、「世界的な不均衡が持続しており、引き続き景気回復に対する下振れリスクとなっている」との評価も示された。
- 総じて、足許は、不均衡の是正が進展している部分とそうでない面が混在する状況だと推測される。以下では、米国と英国に関し、各種データ（全て11月13日時点で最新のもの）からマクロ経済的不均衡の現状を確認してみる。

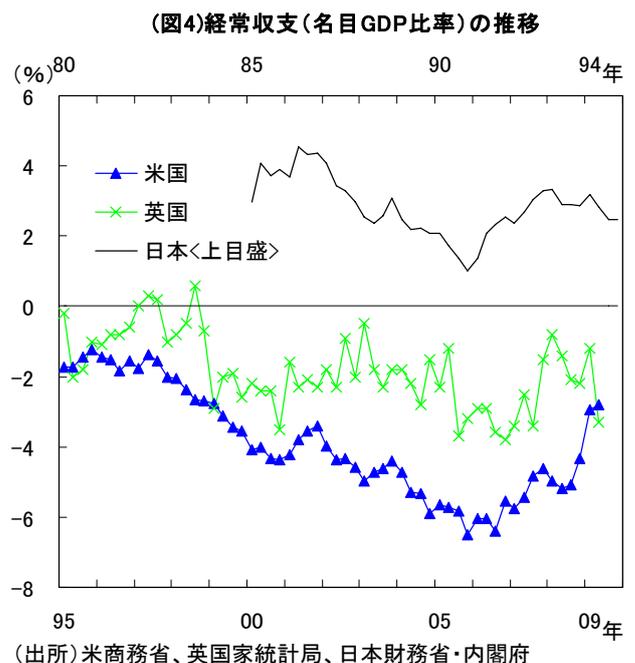
## II. データから見た米英におけるマクロ経済的不均衡の現状

### 経常収支赤字は米国で急縮小、英国で再拡大

- 米国の経常収支赤字は、2001年の景気後退（リセッション）脱出後から急拡大していたが、05年第4四半期（名目GDP比6.5%）をピークに反転。直近第2四半期には同2.8%と、4四半期連続の縮小となっている。水準的には99年初め、過去平均（80年以降で同2.7%）並みというところ。（図4）

不均衡マグニチュード：5、調整の型：V

- 英国の経常収支赤字は、2005年後半から06年末にかけて膨らんだ後、07年初めから大きく縮小。ただ、直近第2四半期

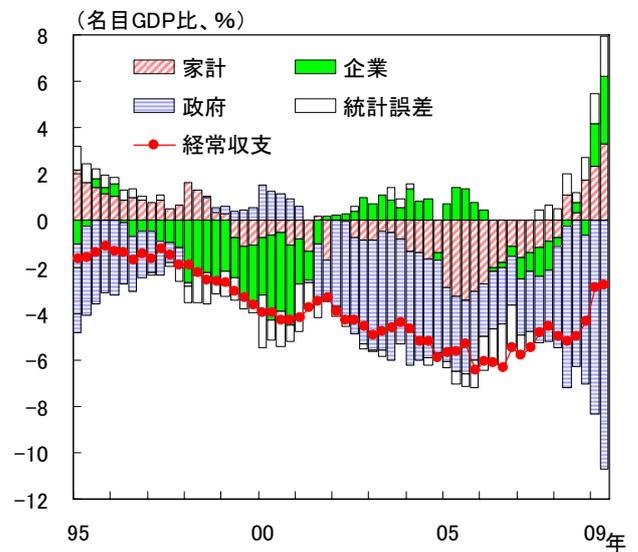


には名目 GDP 比 3.3%と、第 1 四半期の同 1.2%から急拡大し、07 年頃の水準に舞い戻っている（最近のピークは 06 年第 4 四半期の同 3.8%）。水準としては過去平均（80 年以降で同 1.5%）の倍以上。また、米国との比較では、99 年第 1 四半期以来 10 年超ぶりに米国を上回った。

#### 不均衡がニード：4、調整の型：W

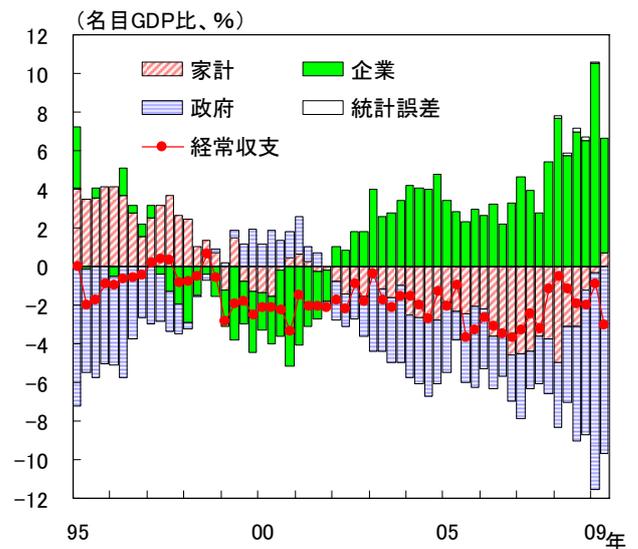
- ちなみに、FRB エコノミストが 2000 年 12 月にまとめたディスカッション・ペーパー『Current Account Adjustment In Industrialized Countries』によれば、「1980 年～97 年に生じた経常収支“調整”（経常赤字が名目 GDP 比で最低 2%以上の規模となった後、それに続く 3 年間で同比率が 2%ポイント以上改善するなどの条件を満たした 25 事例）の始点の中央値、平均値は 4.9%、6.3%（名目 GDP 比率）であった」という。前述した米英の直近例でも、結果的に、概ねその辺りが反転ポイントとなっている。
- 貯蓄・投資（IS）バランスから見ると、米国における経常赤字の縮小は、政府部門の資金不足・財政赤字の拡大を凌ぐ家計部門（非営利団体を含む）と企業部門の資金余剰・貯蓄の増加、を背景にしたもの。（図 5）
- 同様に、英国における第 2 四半期の経常赤字再拡大の背景を見ると、過去 2 年程で切り上がっていた企業部門の資金余剰・貯蓄水準が急低下したことが大きい。逆に、家計部門（非営利団体を含む）の貯蓄水準は改善傾向を維持（第 2 四半期には 8 年ぶりの資金余剰・貯蓄超過へ転換）。片や、財政赤字は米国と同じく引き続き高水準。（図 6）

(図5)米国の部門別ISバランスの推移



(注)グロスベース。家計は非営利団体を含む。  
(出所)FRB・米商務省

(図6)英国の部門別ISバランスの推移



(注)ネットベース。家計は非営利団体を含む。  
(出所)英国家統計局

- 80年代後半の日本は、経常収支黒字を維持しながらも、その名目 GDP 比率が着実に低下。この点では、対外不均衡が拡大する中で金融危機へ至った 2000 年代の米欧とは状況が異なる。一方、バブル崩壊後には、企業部門における資金不足の急激な縮小にあわせて（逆に、家計部門の資金余剰は緩やかに縮小）、経常黒字が再拡大した。（前掲図 4）

不均衡マシニョード : 0、調整の型 : —

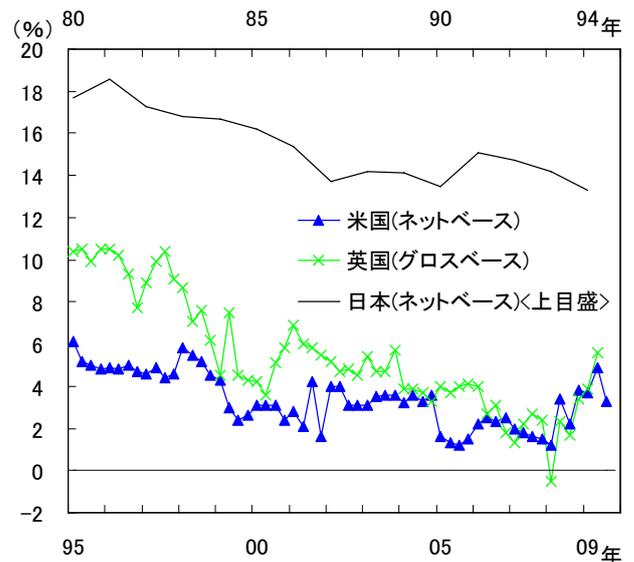
### 家計貯蓄率は米英ともに急上昇、改善

- 米国の家計貯蓄率（ネットベース、含む非営利団体）は、元々より低下基調にあったところだが、98 年半ばからは一段の下振れ。直近ボトムの 2008 年第 1 四半期は 1.2%と、2000 年第 1 四半期比▲1.9%ポイント、95 年第 1 四半期比▲4.9%ポイントの低下となった。一方、その後は、個人向け減税が貯蓄に多く回ったこと、個人消費が抑えられたこと、を背景に急反転・上昇。第 2 四半期には 4.9%と、98 年後半に同じ、あるいは 85 年以降の平均（4.8%）を上回る水準となった。直近第 3 四半期にはやや低下したが、それでも 3.3%と 95 年以降の平均（3.4%）並み。月次ベースでも、9 月は 4 ヶ月ぶりの上昇を記録（5.9%⇒4.2%⇒4.0%⇒2.8%⇒3.3%）。（図 7）（図 8）

不均衡マシニョード : 4、調整の型 : V

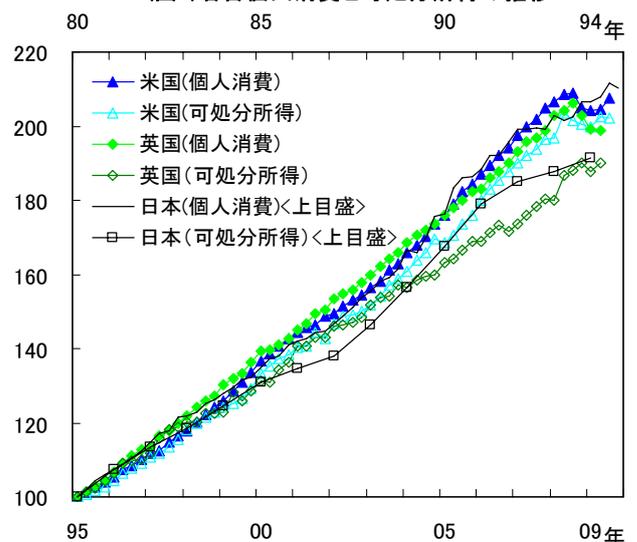
※ここでの「家計貯蓄」は、前段の「家計部門の資金余剰・貯蓄」と異なり、自己使用住宅等の資本減耗分や住宅投資を考慮していない。そして、資本減耗から住宅投資を差し引くとマイナスになるのが一般的であるため（例えば、米国の第 2 四半期値は、年率 2,811 億ドルー同 3,459 億ドル）、「家計貯蓄」は「家

(図7)家計貯蓄率の推移



(注) 米国と英国は非営利団体を含む。  
(出所) 米商務省、英国家統計局、日本内閣府

(図8)名目個人消費と可処分所得の推移



(注) 米国と英国は非営利団体を含み、1995年第1四半期を100。  
日本は80年第1四半期を100。  
(出所) 米商務省、英国家統計局、日本内閣府

計部門の資金過不足・貯蓄」よりも大きくなり易い。また、「家計貯蓄率」は、可処分所得を分母として算出されるため、名目 GDP 対比のものより水準の絶対値は大きくなる。

- 英国の家計貯蓄率（グロスベース、含む非営利団体）は、2008 年第 1 四半期のマイナス 0.5%（2000 年第 1 四半期比▲4.7%ポイント、95 年第 1 四半期比▲10.9%ポイント）まで、米国を上回るペースで大きく低下したが、以降は 5 四半期中 4 四半期で上昇。水準的には、2000 年後半（5.5%）や 95 年以降平均（同じく 5.5%）を上回る 5.6%へ戻っている。米国と同様に消費の抑制が効いている模様。

不均衡マグニチュード：5、調整の型：V

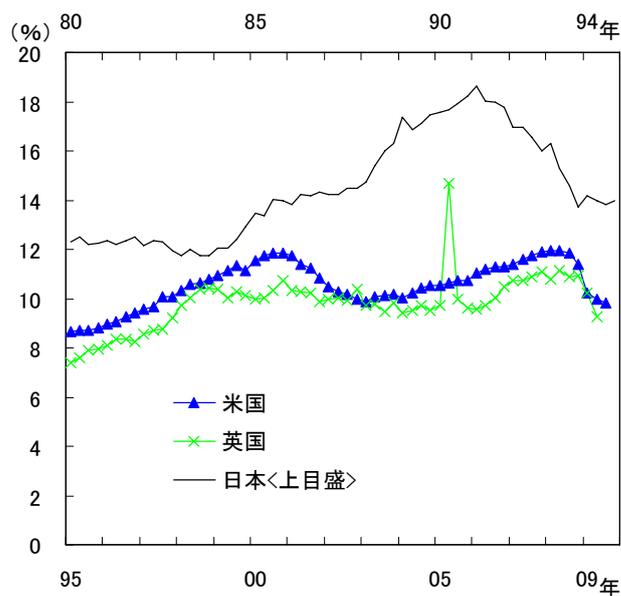
- 80 年代後半の日本では、消費の拡大から家計貯蓄率が急低下（80 年：17.7%⇒85 年：16.2%⇒90 年：13.5%、ネットベース）。91 年には 15.1%と一旦上昇に転じたが、以降は所得の伸び悩みや高齢化の影響により、足許まで低下基調（2007 年実績は 3.3%）。

不均衡マグニチュード：3、調整の型：W

**民間設備投資は米英ともに元より変調なし**

- 米国の実質設備投資は、リーマン・ショック以降に急減しているが（直近第 3 四半期の前期比年率▲2.5%まで、5 四半期連続で前期比減少中）、それ以前でも過度な増加は見られなかった。その GDP 比率は、ボトム の 2003 年第 1 四半期（9.9%）からピークの 08 年第 2 四半期（12.0%）にかけて+2.1%ポイント上昇した程度（IT バブル局面では、95 年第 1 四半期の 8.7%から 2000 年第 3 四半期の

(図9)実質民間設備投資(GDP比率)の推移



(出所)米商務省、英国家統計局、日本内閣府

11.9%へ+3.2%ポイントも上昇)。そして、直近第3四半期の9.8%は、90年代後半以降の平均（10.6%）以下。（図9）

不均衡マクニチュド：0、調整の型：—

- 英国の実質設備投資は、米国よりもさらに目立った変動なし。実際、2000年代に入ってから、そのGDP比率は概ね10%内外で安定していた（2005年第2四半期は一時的に急上昇しているが、その原因は不明）。昨年後半以降についても、4四半期連続の減少となっており（直近第2四半期は前期比年率▲34.9%）、GDP比率も9.2%まで低下している（97年第4四半期以来の低水準、90年代後半以降の平均（9.8%）以下）。

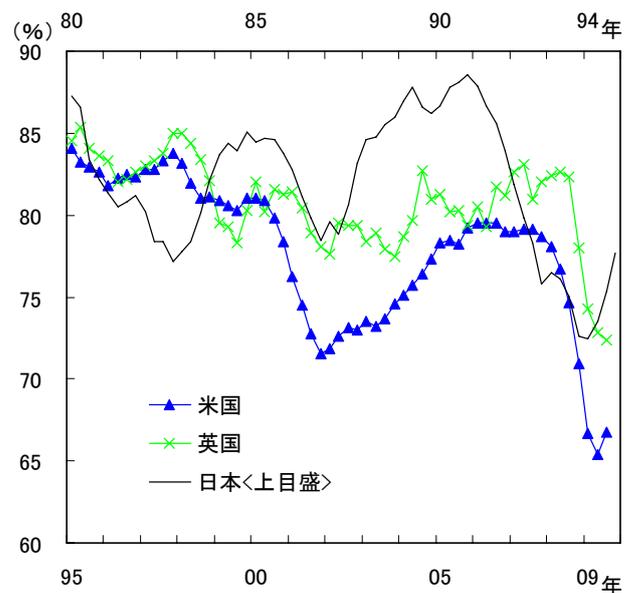
不均衡マクニチュド：0、調整の型：—

- 80年代後半の日本では、対照的に、設備投資が急拡大。当然、対GDP比率も急上昇した（ピークとなった91年第1四半期には、84年第4四半期比+5.7%ポイントの18.6%まで上昇）。ただ、その後は低下が続き、一度もピーク時の水準を取り戻していない。

不均衡マクニチュド：3、調整の型：U

- 製造業の設備稼働率は、米国で景気後退脱出後の2002年初めから緩やかに上昇、英国でもより小幅ながら上昇方向となっていたところ。このことから、実力以上の生産設備の拡大はなかったと言える。一方、足許にかけては米英とも設備稼働率が急低下しているが、あくまで最終需要の落ち込みに合わせた生産調整に伴う短期的な現象と考えられる。尤も、80年代後半に設備稼働率の上昇をみた日本でも、バブル崩壊後には急低下が

(図10)製造業の設備稼働率の推移



(出所)FRB、EU統計局、日本経済産業省

続き、生産設備の過剰感が高まっていったように、今後の景気動向次第で評価が変わり得る点には注意が必要。(図 10)

## 財政収支は大幅悪化、先々の改善見通しも脆弱

- 米国の財政収支は、一般政府（中央・地方政府、社会保障基金）ベースで、2004年から06年にかけて改善したが、金融危機を境に大きく悪化。2008年に前年比+3.0%ポイントの5.9%となった財政赤字の名目GDP比率は、09年に12.5%、10年に10.0%と予想されている（IMFによる10月時点の見通し）。(図 11)

不均衡マクニチュド：0、調整の型：L

- 英国の財政収支は、2004～05年に悪化に歯止めがかかり、06年には一時的な改善となったが、以降は再び悪化。財政赤字の名目GDP比率は、2008年の5.1%から、09年に11.6%、10年に13.2%と急ピッチで上昇することが見込まれている（IMFによる10月時点の見通し）。

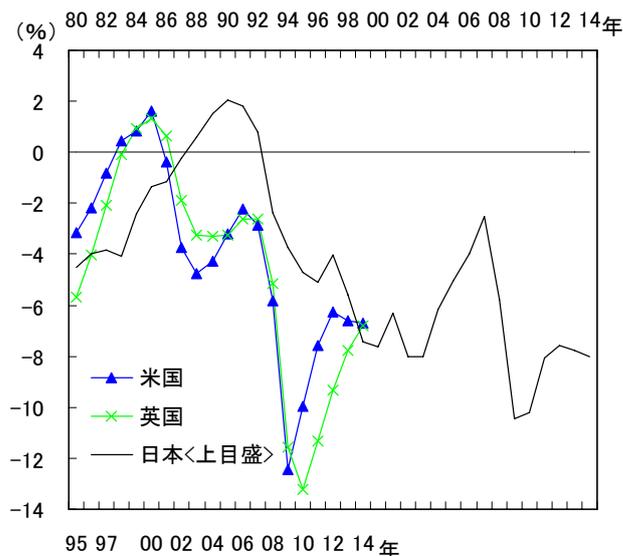
不均衡マクニチュド：0、調整の型：L

- 80年代後半の日本では、財政収支が持続的に改善し、88年～92年には財政黒字を計上。ただ、バブル崩壊後は悪化の一途を辿り、足許まで戦後最悪のレベルで推移している（方向的には、2004年～07年に改善したが、08年に再び悪化）。

不均衡マクニチュド：0、調整の型：し

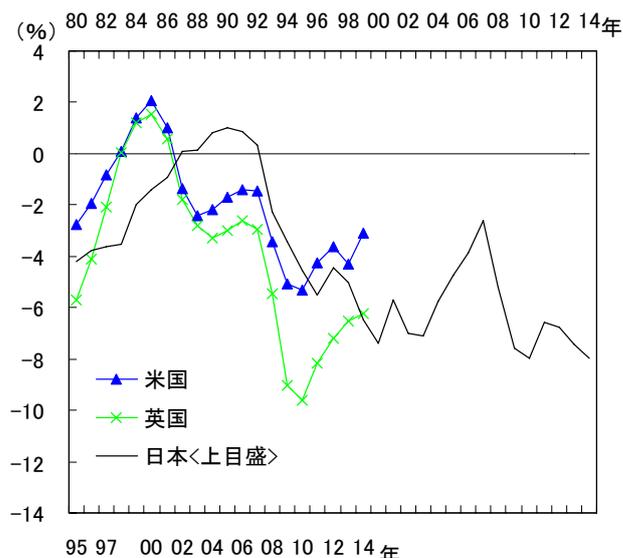
- 中期的に見れば、収支改善に向かうと予想されているが、米英両国の赤字水準は2014年でも08年実績を上回る見込み（IMFによる10月時点の見通し）。さらに、今般は、景気循環に伴う収支悪化（短

(図11)一般政府財政収支(名目GDP比率)の推移



(注)2009年以降(日本のみ08年以降)はIMFの10月時点見通し。  
(出所)IMF

(図12)一般政府財政の構造的収支(潜在GDP比率)の推移



(注)2009年以降(日本のみ08年以降)はIMFの10月時点見通し。  
(出所)IMF

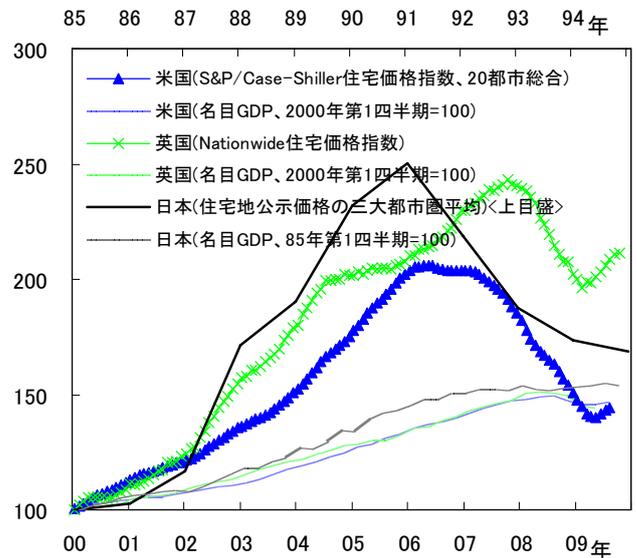
期的な税収減、歳出増)だけでなく、それを除いた構造的な面でも傷みが大きい模様 (IMF 見通しでは、“構造的財政収支”が緩やかにしか改善せず)。景気回復後、順調に財政再建が進むのか否か、不透明要素、懸念材料は多い。(図 12)

- そして、日銀『金融市場レポート』7月号は、「公的部門が民間部門にかわって総需要を下支えしていく必要がある」ことを認めつつも、「国際金融市場の参加者は、財政支出増加に伴う公的部門のバランスシートの拡大が、長期金利の不安定化という新たな不確実性を生み出すことを、潜在的なリスク要素として意識し始めているようにもうかがわれる」と懸念を加えている。

### 住宅価格は急上昇から急下落を経て反転中ながら、特に英国では調整が十分でない可能性

- 米国の住宅価格は、2006年春頃まで急上昇した後大きく下落していたが、ここ数ヵ月で再び上昇。S&P/Case-Shiller住宅価格指数(地方政府の登記情報などがデータソース)の20都市総合ベースで見ると、ピークを付けた2006年5月が2000年1月対比で2倍超のレベル。そこから今年5月まで▲32%低下した。一方、6月(前月比+0.9%)、7月(同+1.2%)、直近8月(同+1.0%)は3ヵ月続けて前月比上昇(未季節調整値では4ヵ月連続の上昇、前年比では7月が▲13.3%、8月が▲11.4%)。また、2000年を起点に、名目GDPの推移と比較してみるなら、大きく上振れていた同住宅価格指数は(90年代後半には両者の推移が概ね一致)、今年に入ってから逆の下

(図13)住宅価格の推移



(注) 米国と英国の価格指数は2000年1月、日本は85年初を100。  
(出所) 米S&P・商務省、英Nationwide・国家統計局、日本国土交通省・内閣府

振れる格好となっている（直近でも、2000年の初めを100とした水準は、第3四半期名目GDPの147.3に対し、8月のS&P/Case-Shiller住宅価格指数が144.5）。（図13）

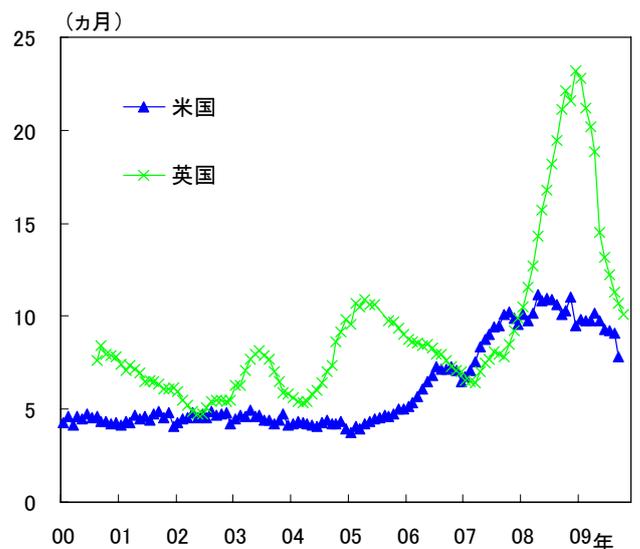
不均衡マクニチュド：2、調整の型：V

- ▶ 英国の住宅価格は、米国に1年半ほど遅れて2007年秋にピークを打った後、今春にかけて下落。以降、回復基調となっている。英国住宅金融組合最大手のNationwideが自身の貸出データに基づいて作成する住宅価格指数は、2007年10月の最高値が2000年1月対比で2.5倍弱の上昇、そこから直近ボトムの今年4月まで▲19%の低下、5月～10月は6ヵ月連続の前月比上昇となっている（10月は前月比+0.4%、前年比+1.9%）。ただし、前述の米国と異なり、2000年初めを100とした比較では、同住宅価格指数（10月に211.5）が名目GDP水準（第2四半期に144.3）よりも遥か上方のまま。

不均衡マクニチュド：3、調整の型：\

- ▶ 前述した昨年12月のReinhart-Rogoff論文が示していた過去の危機後の平均値：「計▲35.5%、6年にわたって下落」と比較すれば、今般は米欧ともに早めのタイミングで住宅価格が底入れしたことになる。この評価は難しいが、後述する在庫率の緩慢な低下とあわせ、調整の不十分さ、もう一段の調整の可能性を示す材料と受け止める者もある。
- ▶ 住宅在庫率（1ヵ月当たり販売件数に対する在庫数の比率）に着目すると、米英両国ともに足許で低下傾向。直近では、米国の9月分が7.8ヵ月（中古が7.8ヵ月）

（図14）米国と英国の住宅在庫率の推移



（出所）米商務省・全米不動産業協会、英王立公認不動産鑑定士協会のデータを基に算出（在庫数÷1ヵ月当たり販売件数）。

月、新築が7.5ヵ月)と5ヵ月連続、英国の10月分が10.1ヵ月と10ヵ月連続の低下、となっている。ただし、水準的には、いずれも、急上昇前や過去平均(2000年以降で米国が6.1ヵ月、英国が9.2ヵ月)より高め。販売価格の下押し圧力は残ったままと言える。(図14)

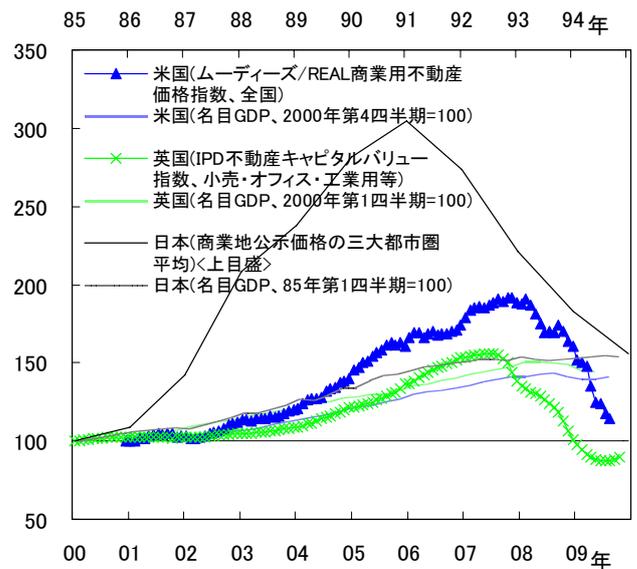
- 80年代後半の日本では、90年代初めにかけて地価が高騰。三大都市圏平均の住宅地公示価格は、87年初～88年初の+46.6%を含めて急上昇が続き、91年初には85年初比2.5倍強の水準に達した。その後、97年初に、85年を基準とした水準比較で名目GDPを下回ったが歯止めとはならず、2006年初まで15年連続、累計で▲60%の下落(以降、07年は前年初比+2.8%、08年は同+4.3%と小幅上昇、直近09年は同▲3.5%で85年初とほぼ同水準)。なお、『平成21年版 経済財政白書』は、「日本の経験を踏まえると、米欧における住宅価格の調整が長期化する可能性も否定できない」と指摘している。(前掲図13)

不均衡マグニチュード：3、調整の型：U

**商業用不動産価格は米国で下落が続く中、英国では下げ止まりの兆し**

- 米国の商業用不動産価格は、2007年秋まで概ね一方向的に上昇した後、足許まで急ピッチの下落が継続。マサチューセッツ工科大学(MIT)不動産研究センターなどが実際の取引データに基づいて作成するムーディーズ/REAL 商業用不動産価格指数の全国値で見ると、2007年10月がピークで2000年12月対比2倍弱の

(図15)商業用不動産価格の推移



(注)米国の価格指数は2000年12月、英国は同年1月、日本は85年初を100。(出所)米MIT・商務省、Bloomberg、英国家統計局、日本国土交通省・内閣府

水準。片や、直近 8 月は前月比▲3.0%と 11 ヶ月連続の低下、ピーク比▲41%の下落となっている。こうした結果、2000 年末を起点にみた名目 GDP の推移と比べて、同価格指数は今年第 2 四半期から下振れ状態（2000 年第 4 四半期を 100 とした場合の名目 GDP 水準は直近第 3 四半期に 141.2、対してムーディーズ/REAL 商業用不動産価格指数は 2000 年 12 月=100 で 8 月水準が 114.1）（図 15）

#### 不均衡マクニチュド：2、調整の型：V

- ▶ 英国の商業用不動産価格は、米国に比べ緩やかであったが、2007 年半ばにかけて右肩上がりの上昇。その後、米国を上回る急落に転じた。英調査会社インベストメント・プロパティ・データバンク (IPD) が鑑定評価をベースに算定する不動産（小売、オフィス、工業用等を含む）キャピタルバリュー指数は、07 年 6 月に 2000 年 1 月比+56%となった後、今年 7 月まで 25 ヶ月連続の前月比低下（累計してピーク比▲44%）。直近 10 月は前月比+1.9%と小幅上昇しているが、水準的には 2000 年 1 月比▲10%と低位のまま。また、2000 年初めに始点を揃えた名目 GDP との推移比較では、元々乖離が小さく、同指数が名目 GDP を上回っていたのは 05 年第 4 四半期～07 年第 3 四半期の 8 四半期間のみであった（直近水準は、2000 年 1 月・第 1 四半期を 100 として、IPD キャピタルバリュー指数が 90.0、第 2 四半期の名目 GDP が 144.3）。

#### 不均衡マクニチュド：1、調整の型：V

- ▶ 80 年代後半の日本では、90 年代初めまで、前述した住宅地を上回るペースで商業地価が急騰。三大都市圏平均の商業地

公示価格は、87年初～88年初に+46.6%を記録するなど急上昇が続き、91年初に85年初対比で3倍強の水準に達した。一転して、以降は2005年初まで14年連続、累計▲80%の下落。直近の09年初時点でも85年初水準を3割近く下回っている（06年～08年は前年初比+1.0%、同+8.9%、同+10.4%の上昇、09年は同▲5.4%）。なお、85年を基準とした水準比較で名目GDPを下回ったのは、ピークから5年経った96年初の段階。

不均衡マクニチュード：3、調整の型：U

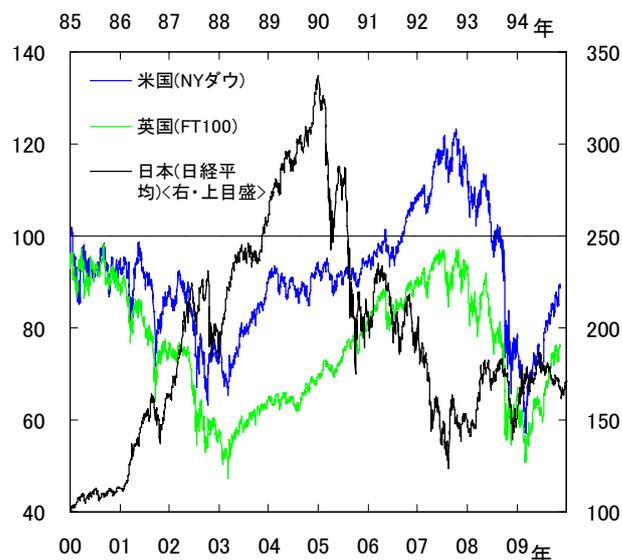
株価は米英とも急騰後に急落したが、過去8カ月で半値戻し

- 米国の株価（NYダウ）は、2002年秋から上昇基調となり、06年10月3日に従前の最高値（2000年1月14日の1万1,722.98ドル）を超えたのを皮切りに、07年10月9日（1万4,164.53ドル、02年10月9日対比で+94%）まで計56度にわたって史上最高値を更新。その後、今年3月にかけて急落したが（直近ボトムの3月9日終値はピーク比▲54%、97年4月14日以来の低位）、そこから回復、足許まで50%超上昇している（11月11日にボトム比+57.2%で喫緊の最高値、11月13日の終値は同+56.9%）。（図16）

不均衡マクニチュード：3、調整の型：V

- 英国の株価（FT100）は、米国にやや遅れて2003年春から上昇局面入りし、07年6月15日までに+105%の上昇を記録。それでも、99年末の史上最高値を上回ることには叶わなかった。以降、今年3月3日まで▲48%の下落となった後（2003

（図16）株価の推移



（注）米国と英国は1999年末、日本は84年末を100。  
（出所）Bloomberg

年 3 月レベルへ逆戻り)、足許にかけてボトム比+50%以上のところまで回復(11月13日に+50.8%で喫緊の最高)。

不均衡マクニチュド : 2、調整の型 : V

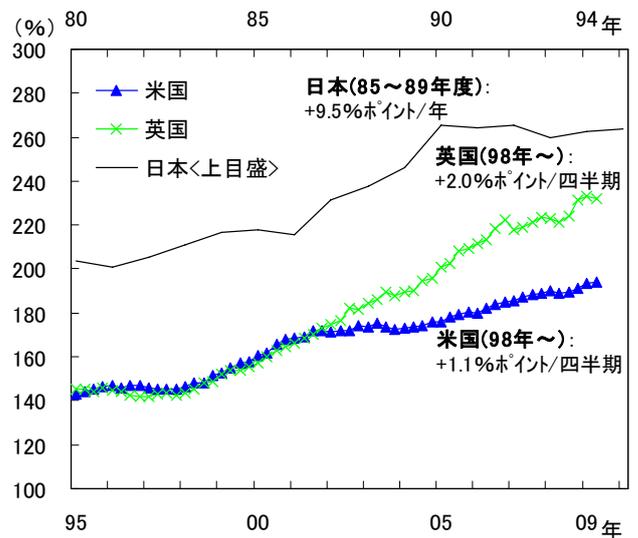
- 80年代後半の日本では、前述した2000年代の米英を上回るペースで株価が上昇。日経平均株価は、85年初より、史上最高値の3万8,915.87円を付けた89年末まで、3.4倍の水準へ切り上がった。その後、90年代前半は、92年8月18日に86年3月12日以来の低水準までの落ち込みを経験。以降も、一時的な反発局面こそあったが、未だに低迷状態を脱け出せていない。

不均衡マクニチュド : 3、調整の型 : V

**民間非金融セクターの負債は米国でジワジワ、英国で急速に拡大した後、目下の調整も遅々**

- 米国の民間非金融セクターの負債は、2005年前後から拡大ピッチがやや加速。家計(非営利団体を含む)と民間非金融法人企業が抱える借入やCP・社債、買掛債務等の負債残高を名目GDP比率で見ると、2003年後半に続けて低下した後、09年第2四半期(前期末比+0.6%ポイントの193.8%)まで概ね一貫して上昇している。ただし、ペース的には1四半期当たり+1.0%ポイントの上昇と、98年~2000年の同+1.9%ポイントに比べて緩やか(98年から2009年第2四半期までの期間を均せば同+1.1%ポイント)。また、最近では負債残高の伸びが更に鈍化しているが(昨年第4四半期は前期比▲0.5%、今年第1四半期は同▲0.2%と続減)、名目GDP比率の上昇は小幅ながら

(図17)民間非金融セクター(家計+非金融法人企業)の負債残高(名目GDP比率)の推移



(注)負債は借入やCP・社債、買掛債務等。家計は非営利団体を含む。  
(出所)FRB・米商務省、英国家統計局、日本銀行・内閣府

も継続中。(図 17)

### 不均衡マクニチュド : 2、調整の型 : L

- 英国の民間非金融セクターの負債は、98年頃より急拡大基調。その名目 GDP 比率は 1 四半期当たり+2.0%ポイント (98年~2009年第2四半期) と、米国の約2倍のペースで上昇している。そして、昨年初以降は6四半期中3四半期で低下となっているが (直近第2四半期には前期末比▲1.1%ポイントの 232.2%。残高は、昨年第2四半期からの5四半期中3四半期で減少)、いずれも小幅。締めて、その間の名目 GDP 比率は全く切り下がっていない。

### 不均衡マクニチュド : 3、調整の型 : L

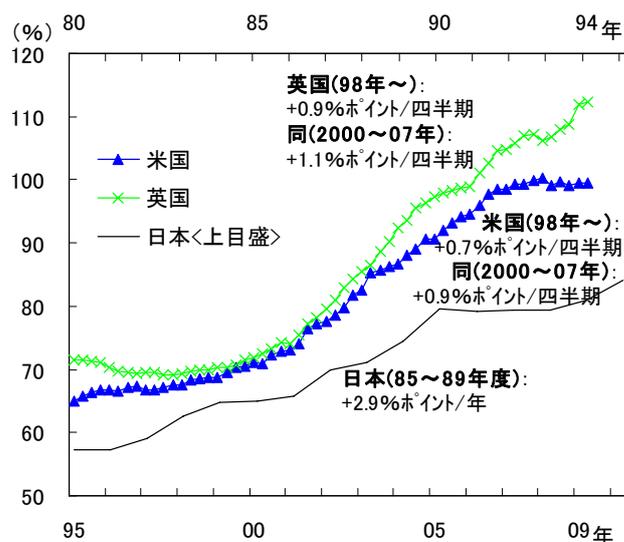
- 80年代後半の日本では、民間非金融セクターの負債が急速に膨張。84年度末に218%であった名目 GDP 比率は、89年度末に265%まで跳ね上がった (1年度当たり+9.5%ポイントの上昇)。以降、95年度末に268%を記録して一旦ピークを付け (残高も同年度まで増加)、そこから低下基調 (2004年度に217%と、84年度末の水準を下回った。昨年末時点でもほぼ同レベルの216%)。

### 不均衡マクニチュド : 3、調整の型 : U

家計部門の負債は住宅ローンを中心に米英そろって急拡大した後、米国では漸く頭打ち

- 米国の家計部門の負債は、90年代後半から右肩上がりでの拡大、2000年代にペースをいっそう速めてきたが、最近になって漸く歯止めが掛かりつつある。その残高は2008年第4四半期~09年第2四半期

(図18)家計部門の負債残高 (名目GDP比率)の推移



(注)負債は借入や買掛債務等。非営利団体を含む。  
(出所)FRB・米商務省、英国家統計局、日本銀行・内閣府

に、僅かずつながら3四半期連続で減少。名目 GDP 比率で見ても、1四半期当たり+0.9%ポイントのペースで上昇してきたところから（2000年～07年の平均）、ここ最近では横這い状態となっている。ちなみに、98年以降の四半期平均では、家計負債の対名目 GDP 比率の上昇幅は+0.7%ポイントと、前述した非金融セクター全体の上昇分：同+1.1%ポイントの約3分の2に相当する。（図18）

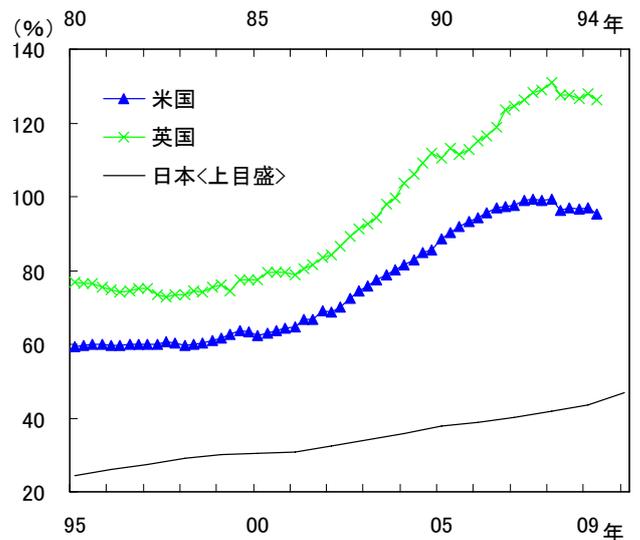
不均衡マクニチュド：4、調整の型：し

- ▶ 英国の家計部門の負債は、2000年代に入って、米国を上回るペースで積み上がり。負債残高の対名目 GDP 比率は、99年末に71%と米国並みであったが、直近第2四半期には米国の99%を大きく上回る112%。その間の上昇ペースも1四半期当たり+1.1%ポイントと、米国の同+0.8%ポイントを凌ぐ（なお、98年以降の平均では同+0.9%ポイントと、非金融セクター全体の上昇分：同+2.0%ポイントの半分弱に相当）。また、今年前半の2四半期、負債残高自体は減少しているが、その幅は小さく、（4四半期連続で前期比減少中の）名目 GDP 対比で見ると上昇が続く形となっている。

不均衡マクニチュド：5、調整の型：L

- ▶ 住宅ローンに着目すると、その全負債残高に占める割合は、米国で99年末の65%から直近第2四半期の74%まで大きく、英国で73%から76%まで緩やかに上昇（日本は48%と低いが、個人企業の負債が完全に含まれていることも影響）。いずれにおいても、住宅ローンが前述した負債急拡大の主因となったことを示している。また、可処分所得対比

（図19）家計部門の対可処分所得比率でみた住宅ローン残高の推移



（注）米国と英国は非営利団体を含む。  
（出所）FRB・米商務省、英国家統計局、日本銀行・内閣府

でも、それぞれ、95%、126%に達しており、かなりの負担感が窺われる（日本は2007年度末時点で64%）。(図19)

- 80年代後半の日本でも、家計部門の負債が膨らんだものの、そのペースは84年度末以降の5年間、名目GDP比で1年度当たり+2.9%ポイントと2000年代の米英よりも緩めであった。それ以後、負債残高の伸びは徐々に鈍化し、2000年代に入ってから足許まで減少基調が継続（名目GDP比率は目下、80年代末頃のレベル）。(前掲図18)

不均衡マクニチュート：3、調整の型：U

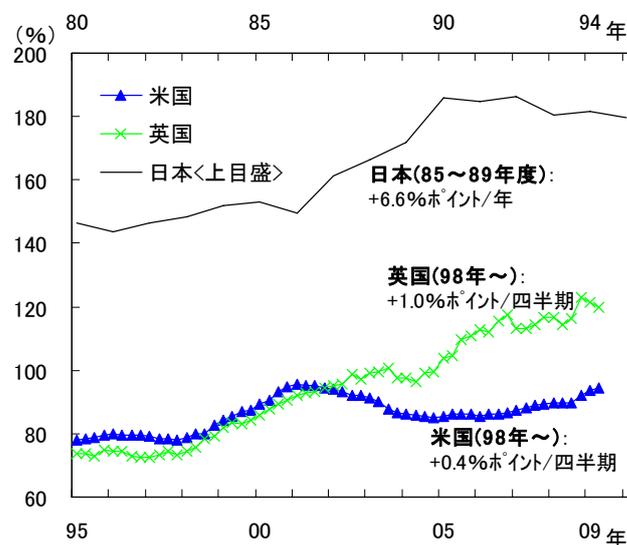
### 民間非金融法人企業の負債は米国で経済成長に沿って拡大、英国で急伸後に一服感

- 米国の民間非金融法人企業の負債は、2000年前後で急拡大が見られたが、以降は概ね経済成長に見合った拡大が続いてきた。実際、負債残高の名目GDP比率は、98年～2000年に1四半期当たり+1.4%ポイントの上昇となったところ、01年～04年には同▲0.6%ポイントの低下、05年～今年第2四半期の間も同+0.5%ポイントの上昇に止まる。ただし、直近3四半期はやや上振れ気味。尤も、負債残高自体の伸びは、今年前半の2四半期がともに前期末比+0.5%、07年以前より一段と低い伸び(05年以降の平均は同+1.4%)。名目GDP比率の上振れは、分母となる名目GDP(昨年第4四半期から3四半期続けて前期比減)が落ち込んでいる影響も大きそうだ。(図20)

不均衡マクニチュート：0、調整の型：L

- 英国の民間非金融法人企業の負債は、

(図20)民間非金融法人企業の負債残高(名目GDP比率)の推移

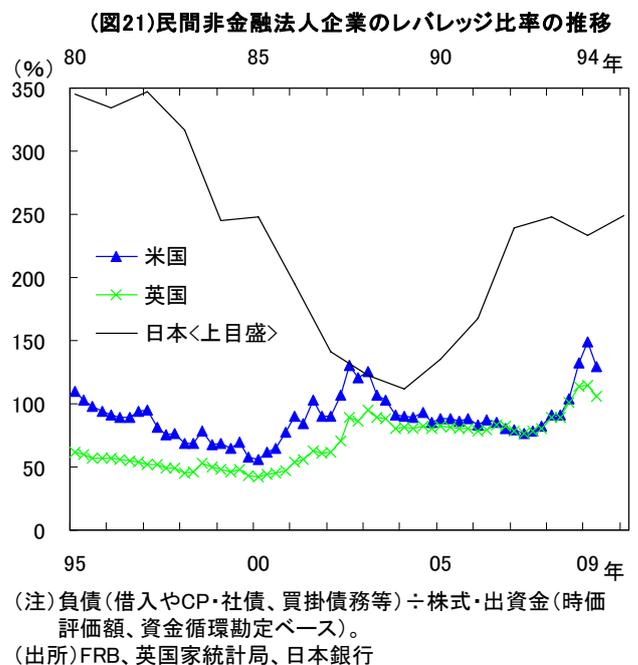


(注)負債は借入やCP・社債、買掛債務等。  
(出所)FRB・米商務省、英国家統計局、日本銀行・内閣府

2000 年代初頭まで米国と同様に急拡大した後、若干のペースダウンを経て、2004 年後半から再び加速。対名目 GDP 比率で辿り直せば、98 年～2000 年が 1 四半期当たり+1.4%ポイント（前述した米国と同ペース）、01 年～04 年が同+0.6%ポイント、05 年～今年第 2 四半期が同+1.1%ポイン（米国の倍以上）となる。そして、98 年以降の総平均では同+1.0%ポイントと、米国（同+0.4%）の 2.8 倍。また、前述した通り、同期間の非金融セクター全体の上昇幅は同+2.0%ポイントであったから、非金融法人企業分がその半分強を占めることになる（細かく言えば 51.8%。対照的に、米国は 34.1%）。しかしながら、今年前半は、第 1 四半期が前期末比▲1.4%ポイント、第 2 四半期が同▲1.6%ポイントと 2 四半期連続の低下（残高も続減）。

### 不均衡マクニチュート：2、調整の型：し

- 米英両国における民間非金融法人企業のレバレッジ比率（株式・出資金に対する負債の比率）を見ると、2000 年から 03 年初にかけて切り上がったものの、以降は概ね 80%～90%台の水準で横這い。ただし、ここでの算出の分母となる株式・出資金は時価評価された数字であり、同期間に生じた株価の急上昇によって当レバレッジ比率が実態以上に押し下げられた面もあると思われる。反対に、株価が下落に転じた 07 年後半以後は上振れ気味（直近第 2 四半期は、米国が 129%、英国が 106%。尤も、200%近い日本の水準と比較すれば、全般的に低め）。そして、株価の低迷が定着するなら、当比率を下げるべく負債の削減を一



段と求められる可能性もある。(図 21)

- ▶ 80年代後半の日本では、民間非金融法人企業の負債が過去 10 年ほどの米英を遥かに凌ぐ勢いで拡大。その名目 GDP 比率は、86 年度や 89 年度には 1 年間で+10%ポイント以上、84 年度末からの 5 年間で合計+33%ポイントも上昇した(1 年度当たり+6.6%ポイント。対して、非金融セクター全体の上昇幅は前述した通り同+9.5%ポイントであった)。また、それ以降は足許まで低下基調となっているが(2000 年度に 84 年度末と同レベル。残高の減少基調は 92 年度からスタート)、米英と比較して水準が高いことは今なお残る日本の特徴の一つ(昨年度末時点で 133%)。(前掲図 20)

不均衡マクニチュート : 3、調整の型 : U

### Ⅲ. まとめ

**フローベースの不均衡是正や資産価格の水準調整は多くの面で進展中**

- ▶ 米国と英国におけるフローベースのマクロ経済指標のうち、2000 年代に入ってから、不均衡の拡大が最も顕著に表れたのが経常収支および家計貯蓄率であったところ。現状を見ると、米国の経常収支、米英両国の家計貯蓄率は急ピッチで改善している。水準的にも、米国経常赤字の名目 GDP 比率は 99 年初め並み、米国の家計貯蓄率は一旦 85 年以降の平均以上、英国の家計貯蓄率は 95 年以降の平均レベルにまで回帰。元より経済成長に合わせて増加しバブル的な動きのみられなかった設備投資を含めて、ほぼ平常状態にある(戻った)と評価できる。

- 資産価格についても、米英両国の住宅価格や商業用不動産価格、株価は、過去数年の下落が急であったこともあり、直近では上昇傾向ないしは下げ止まりの兆しを示している。さらに、従前レベル、2000年代に急上昇する以前の水準までの戻しも経験済みで、当面の調整が一段落したことは間違いなさそうだ。
- 例外としては、直近第2四半期に再び急拡大した英国の経常赤字、今なお名目GDP推移との乖離を大きく残す、同じく英国の住宅価格、そして、金融危機を境に戦後最悪水準にまで悪化している米英両国の財政収支。これらは今後の再調整、調整の継続が必要と考えられ、下落を続ける米国の商業用不動産なども含め、景気回復の足を引っ張る虞がある。
- 加えて、調整が概ね完了したと見られる先に挙げた部分も、景気が再び急加速する際は勿論、経済全体の停滞が長引く場合などにも、不均衡が再び顕著化し（所得減少による家計貯蓄の縮小、内需の低迷に伴う低設備稼働率の定着や住宅在庫率の高止まりなど）、改めて調整を迫られる可能性がある。この点は、バブル崩壊後の日本の例（特に資産価格の推移）が、よく物語るところ。

#### 民間非金融セクターの過剰負債の解消は緒に就いたばかりだが、米英間には温度差が存在

- 米英両国における民間非金融セクターの負債サイドを眺めると、いずれも今次金融危機へ至る前の早い段階から拡大。そして、危機後は、徐々に伸びが鈍化ないしは小幅に減少するも、名目GDP比率

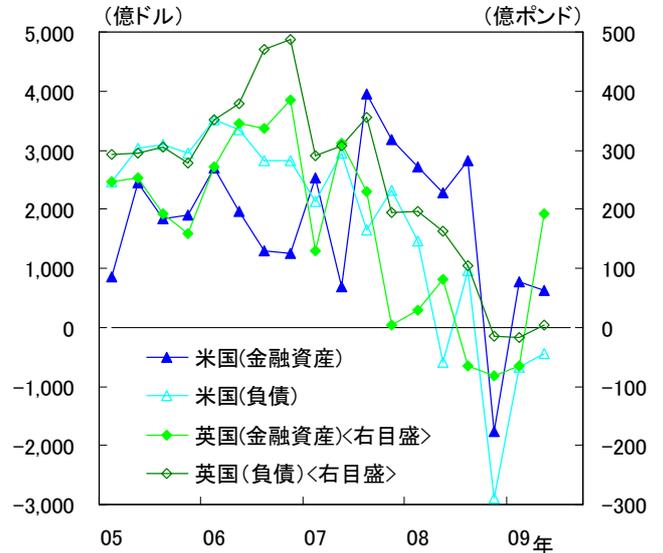
に引き直せば引き続き上昇、という推移になっている。

- 米英両国間で共通するのは、家計部門において住宅ローンを中心に負債が積み上がったこと。足許にかけても、残高は減少しているが限定的で、名目 GDP 対比では横這い～続伸となっている。前述した通り、米英ともに家計貯蓄は増えているわけだが、それが金融資産の購入にも向かい、債務の返済へ充て得る分が限られているため（例えば、直近第2四半期、米英ともに、ミューチュアルファンド・株式など金融資産の買い越しが増えて、負債の減少は貯蓄の増加額以下、という状況が発生）。いずれにせよ、家計部門が抱える過剰負債問題の重さ、調整の困難さを示すものと言える。（図 22）

- 一方、民間非金融法人企業の負債サイドの状況には、米国と英国でかなりの差異が見受けられる。すなわち、英国では危機前に負債が急拡大していたのに対し、米国では 2001 年の景気後退以降から概ね経済成長に見合う伸びに抑えられてきたところ。結果として、民間非金融セクター全体で見た場合、英国の負債が米国の約 2 倍のペースで膨らんだわけである。尤も、米国にしても楽観視は不適當。例えば、企業の実感により近いと考えられるキャッシュフロー比率で測り直した負債残高は拡大の角度が急。ネット利払いコストの上昇、高止まりからも、財務上の負担感が窺われる。（図 23）

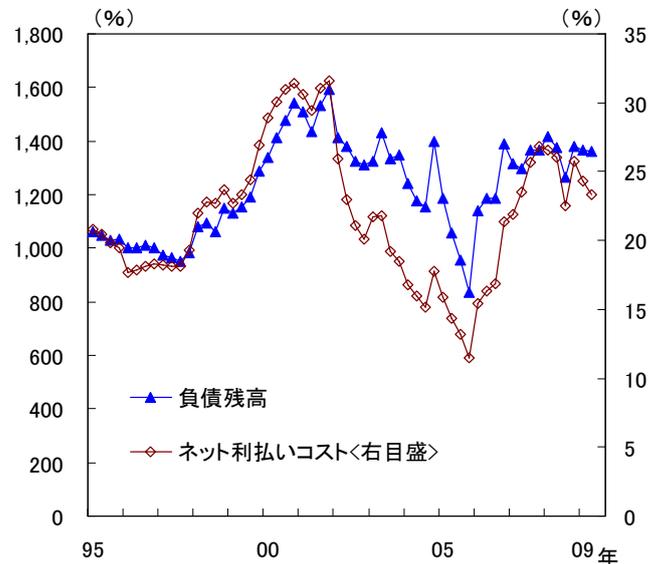
- 全般に、バブル期の日本で形成されたほどの過剰負債問題はないようだが、今後の米英経済にとって、ここは大きな重石となる公算が高い。

（図 22）米国と英国の家計金融資産・負債のネット増減額の推移



（注）負債は借入や買掛債務等。非営利団体を含む。  
（出所）FRB、英国家統計局

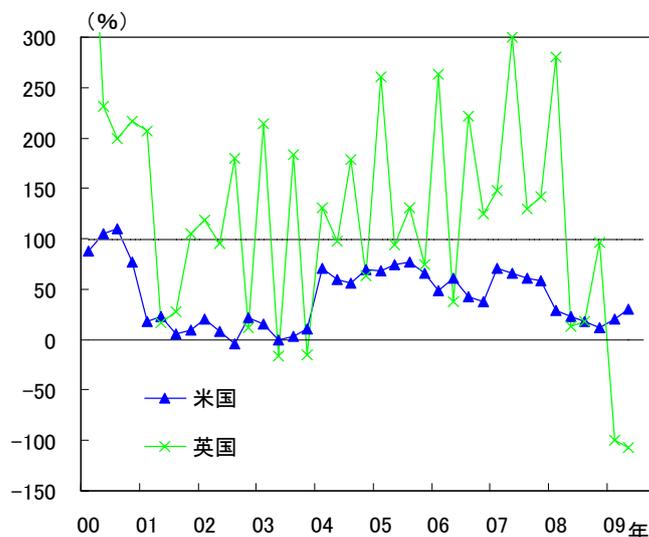
（図 23）米国民間非金融法人企業の対キャッシュフロー比率でみた負債残高とネット利払いコストの推移



（出所）FRB・米商務省

- なお、民間非金融法人企業についても、金融資産のフロー動向を確認しておく、今次金融危機前の英国で、前述の通り設備投資が目立って伸びなかったにもかかわらず負債が急拡大したのは、金融資産（株式、特に海外株や、海外預金、対外直接投資など）の買いが膨らんだため。実際、英国における金融資産のネット増減額の対設備投資比率は、2005年前後から100%を超えること（金融資産のネット増加額＞設備投資額）が多かった。片や、米国の場合は概ね50%内外に止まっていた。（図24）

(図24)米国と英国民間非金融法人企業の対設備投資比率でみた金融資産のネット増減額の推移



(注) 英国は未季節調整値。  
(出所) FRB・米商務省、英国国家統計局

### 総合すると、米国よりも英国で、特にその負債サイドで問題含み

- 本稿で取り上げた9種（重複する「家計＋非金融法人企業の負債」は除く）の不均衡の拡大度合い、マグニチュードを平均すると、日本を3として、米国が2.9、英国が3.1。2000年代の米国における不均衡拡大は、日本の80年代後半バブル期のそれよりもやや小さめ。一方、近年の英国では、バブル期の日本を僅かだが上回る程に達したと言える。
- また、それぞれの特徴を一言で表現すれば、80年代後半の日本が「商業用不動産を含めた企業部門中心」の不均衡拡大、バブル醸成であったのに対して、2000年代の米国は「家計部門中心」。英国は、両方が組み合わさった「家計部門プラス企業部門」のバブルであった、となろう。そして、資産価格の急上昇や負債の急膨張はいずれにも共通していた。
- 一方、足許にかけての不均衡の調整状況

を見ると、同じく9種の指標の平均で、米国が3.4ポイントの「V」(逆チェックマーク)型(=進展するが、従前レベルまでは未回帰)。英国も平均2.6ポイントで「V」型の範疇ながら、「L」(逆J)字型(=進展するが緩慢で、従前レベルまでは未回帰)からもさほど距離がない。ともに、不均衡の調整が未だ不十分であり、とりわけ過剰負債の削減が思うように運んでいないことを反映している。ちなみに、バブル崩壊後の日本では、調整が「U」字型(=緩慢に進展し、従前レベルまで時間をかけて回帰)で進み(平均3.5ポイントで、正確には「V」型との中間点だが、ここでは四捨五入。また、中央値なら4.0ポイント)、結果的に経済全体も足取りの重いパスを辿った。このことからすれば、今般の米英における現在までの「V」(逆チェックマーク)型の調整は、先行きの景気回復が限定されたものになることを示唆しているとも考えられる。

- 今後について言うならば、まずは米英両国の負債サイドと公的部門、および英国の国際収支面の帰趨、次いで調整が進展しているかに見える米国の商業用不動産市場や米英の住宅市場などに残る調整圧力の大きさ、そして、それらに関連する日本経済・金融システム上のリスクに注意を払っていくことが、重要と思われる。

## 金融セクターにおける不均衡の存在感は当然ながら甚大

- Markus K. Brunnermeier プリンストン大学教授の今年初めの論文『Deciphering

the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008』によれば、金融セクターでの「証券化モデルと短期資金調達への傾斜が、貸出の急増や住宅バブルにつながり、危機の礎を敷いた」とされている。

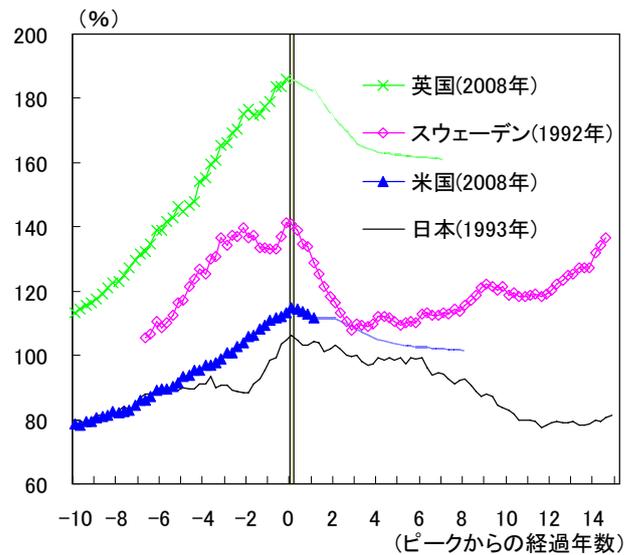
- また、IMFは、今年4月21日に公表した『国際金融安定性報告書』において、民間セクター向け銀行貸出の名目GDP比率を過去の経済危機と現況とで比較し、「近年の英国の貸出急増が突出していたこと」、「過去の日本やスウェーデンの例では同比率がピークから約25%も低下したこと」、そして、「現在の米国や英国は、10年以上もデレバレッジが継続するなど調整が長く、遅かった日本に似たパスを辿っているように見えること（スウェーデンは急調整後に回復）」を指摘している。(図25)

- さらに、9月30日に公表された最新の『国際金融安定性報告書』では、「民間部門の与信は、レバレッジ巻き戻しの過程で広範な縮小が継続する」という見通しが引き続き示された。具体的には、米国で年内一杯、英国では来年末まで民間セクター向け銀行貸出の減少が続き、その後も数年間は低い伸びに止まる、との展望。(図26)

- 総じて、米英の金融セクターは未だ不均衡の調整過程にあり、以前のように各所の経済活動を力強く後押しすることは望み薄とみえる。こうした点もまた、勢いに欠ける当面の景気の姿を予想させるところである。

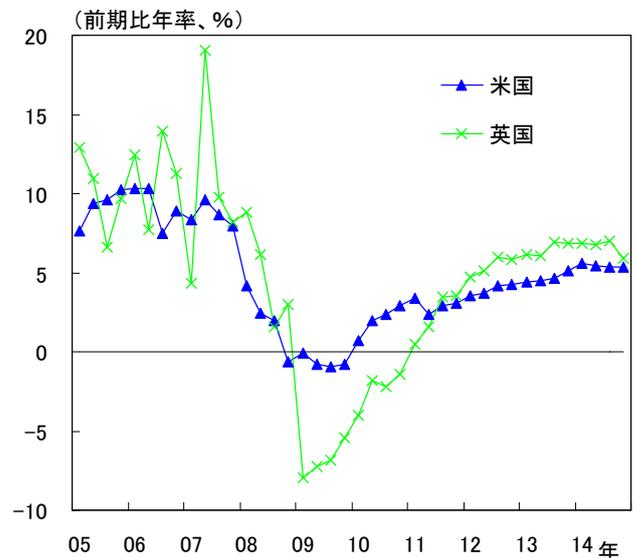
(以 上)

(図25)民間セクター向け銀行貸出(名目GDP比率)の推移



(注)米国と英国の薄線部分は、IMFによる見通し。  
(出所)IMF国際金融安定性報告書(2009/4/21)

(図26)民間セクター向け銀行貸出の推移



(注)2009年第2四半期以降は、IMFによる見通し。  
(出所)IMF国際金融安定性報告書(2009/9/30)