

日本経済ウォッチ < 2008年11月号 >

【目次】

- | | |
|--------------------------------|------------|
| 1 . 今月のグラフ | p . 1 |
| ~ 円高見通しなのか? ~ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ~ 戦後最長の景気回復のあとは戦後最長の景気後退? ~ | |
| 3 . 今月のトピック | p . 3 ~ 12 |
| ~ 米国の家計部門における過剰債務調整と実体経済への影響 ~ | |
| (1) 企業部門に過剰債務の兆候は今のところない | |
| (2) 家計部門は過剰債務の懸念大 | |
| (3) 家計部門の借入行動 | |
| (4) 家計部門の債務調整の経路と個人消費への影響 | |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班

鈴木 (E Mail: akihiko.suzuki@murc.jp)

芥田 (E Mail: tomomichi.akuta@murc.jp)

鶴田 (E Mail: rei.tsuruta@murc.jp)

1. 今月のグラフ ～円高見通しなのか？～

為替市場では、10月に一時1ドル=90円近くまで円高が進んだ。8月には110円を越えて推移していた時期もあり、短期間に2割も円高が進んだ。新興国の株価指数や資源価格は1年程度の間、高値に比べて数分の1になったものも珍しくなく、為替レートが2～3割変動しても調整不足に見えるかもしれないが、円高方向への圧力は落ち着いてきている。

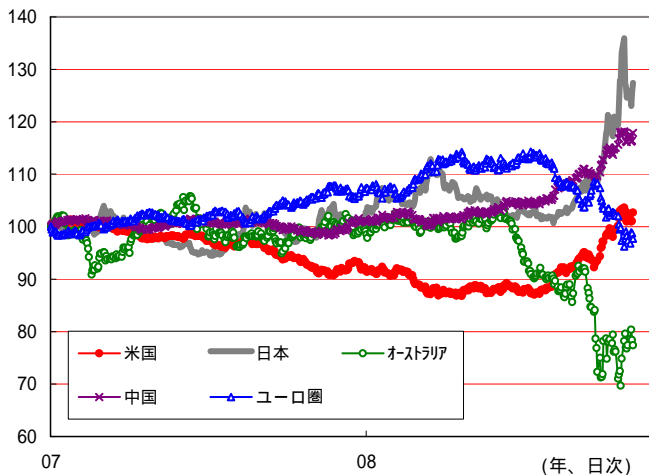
振り返ると、まず、米国の住宅市場や証券化ビジネスを中心としたバブルが崩壊したのだから、ドルは大幅に値下がりするという見方が強まった。ところが、夏場以降は、欧州でも金融危機の影響が広がり、ユーロ安が進んだ。2007年後半～2008年前半にドル安が進み、2008年後半にはユーロ安が進んだが、その結果、2大通貨の為替レートは、ほぼ金融危機が本格化する前の2007年はじめの水準に戻っている(図表1)。

2007年はじめと現時点の為替相場を比べると、人民元高、資源国通貨安および円高が特徴として挙げられる(図表1)。人民元高は、国際社会からの要請もあって割安とされる為替水準を政策的に是正する動きによるものであり、資源通貨安は、石油や金属の価格も大幅に下落して資源国でも景気の調整ムードが一気に広がっているためである。しかし、円高については、消去法的に買われているのが現状であろう。

米欧を中心とした金融市場や実体経済の悪い情報は、非常にすばやく世界経済に広がり、新興国でも輸出を中心とした景気の減速が懸念されている。欧米に比べて、金融危機の影響が少ないといっても、日本の株価の下落は相対的にむしろ大幅なほどだ。経済がグローバル化しているため、世界経済全般が地盤沈下してしまえば、日本だけ相対的に安全だとはいえない。急な円高は輸出企業の収益を大幅に下振れさせる要因になっている一方で、実質実効為替レートは過去の平均レベルに達してきており、円が安過ぎるといわれてきた論拠の一つはなくなっている(図表2)。円はすでにそれほど安くなく、景気下振れ観測は円安圧力になってくる可能性がある。(芥田 知至)

図表1 各国・地域の名目実効為替レートの推移

(2007年1月3日 = 100)



(注)実効為替レートは主要18カ国のGDPでウェイト付けして作成
(出所)Bloomberg

図表2 円の実質実効為替レートの推移

(82年以降の平均 = 100)



(出所)日本銀行およびFRBのHP

(年、月次)

2. 景気概況 ~ 戦後最長の景気回復のあとは戦後最長の景気後退? ~

7~9月期の鉱工業生産は3四半期連続の減少となり、景気の後退が鮮明になってきている。また、製造工業生産予測調査によると10月以降は減少ペースがかなり速まる見込みだ。生産の減少ペースが速まっているのは世界経済の減速に拍車がかかっているからだろう。米国では住宅投資の大幅減少に加えて、個人消費や設備投資が低迷している。米国に続いて欧州でも景気後退色が強まり、高成長を続けていた中国など新興国にも減速の動きが広がっている。日本からの輸出環境が急速に悪化している。

さらに、設備投資の環境も厳しくなっている。ここ1~2ヶ月で潮が引くように注文がなくなり、受注のキャンセルも出てきたという話を聞く。需要の減退、収益環境の悪化、そして資金調達の難しさが相俟って、設備投資計画の凍結、下方修正といった話も増えているようだ。設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)をみると、9月は4ヶ月ぶりに上昇したが、7~9月期では前期比-10.4%と大幅な減少となり、10~12月期もほぼ同水準で推移する見通しである。今年度下期は設備投資の低迷が予想される。

こうした潮目の変化が生産の動きに現れている。当初は緩やかだった生産の減少ペースが加速してくると、90年代のバブル崩壊後の景気後退時の生産の動きと似てくる。もっとも、また失われた10年に戻ってしまうというわけではなかろう。バブル崩壊の時はその前にバブルを経験したが、今回は違う。バブルを経験していないので、一部の品目を除いて在庫が極端に積み上がっているわけではなく、設備、雇用、債務の過剰問題に直面しているわけでもない。足元では、電子部品や鉄鋼など一部の品目で在庫の積み上がりが見られ、設備や雇用の過剰感が中小企業を中心に出てきていることには注意が必要だが、失われた10年の時のような深刻な状況には至っていない。

ただ、今回は、住宅バブルや資源バブルなど世界のあちこちでバブルが破裂した。日本経済は幸いにしてバブルはあまり発生していなかったようだが、世界のバブルの恩恵を享受して輸出が拡大し、戦後最長の景気回復を実現することができた。そのバブルがはじけて世界経済が減速してくると日本経済の調整も長くなる。第2次石油ショック後に起こった80年代初めの世界同時不況の時は世界経済の成長率は3年にわたって1~2%の低い水準で推移し、日本の景気は丸3年にわたる長い後退を経験した。世界同時不況の様相が強まってくれば、戦後最長の景気後退が現実味を帯びてくる。

しかし、世界経済が減速しているといっても、80年代初めほどには成長率は低下しないのではないかと。鍵を握るのは新興国の景気動向だ。欧米の景気低迷は間違いなく新興国の景気を減速させるが、一方で所得水準の向上を背景にした新興国の自律的成長力の拡大を考えれば、成長の底力は高まっている。また、中国で総投資額4兆元の景気刺激策がとられることは減速してきた経済成長を下支えする。新興国が高めの成長を維持できれば、日本経済は戦後最長の景気後退を回避できるのではないかと。(鈴木 明彦)

3. 今月のトピック ~ 米国の家計部門における過剰債務調整と実体経済への影響

米国では、住宅バブルの崩壊とその後の金融市場の混乱などを受けて、金融機関による融資抑制が実体経済へ悪影響を与えるのではないかと懸念されている。金融市場の機能不全は依然として収まっておらずそれ自体予断を許さない状況であるが、仮に各国政府の諸施策によりいずれ金融市場の機能が回復したとしても、それだけでは解決されない実体経済における大きな問題が残ることになる。それは、住宅バブルの発生と崩壊によってもたらされた過剰債務の調整であり、この調整過程では、経済主体の支出抑制によって実体経済が強く下押しされることになると考えられる。

本稿では、まず米国の家計部門、非金融法人企業部門（以下、企業部門と呼ぶ）について、日本との比較を交えながら債務負担の度合いを確認し、家計部門が過剰債務の状態に陥っていることを明らかにする。そして、家計部門における過剰債務の調整がどの程度実体経済を下押しすることになるのかを、いくつかのパターンに分けて検討していく。

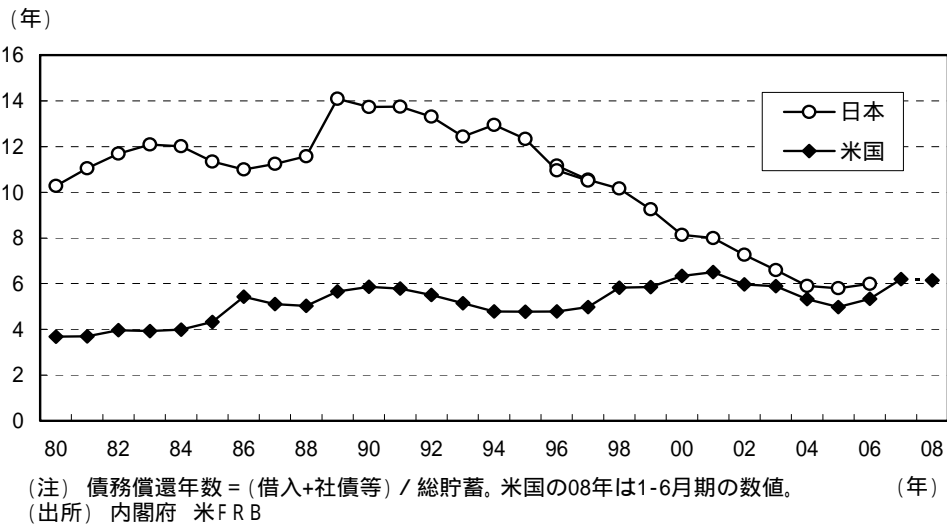
（1）企業部門に過剰債務の兆候は今のところない

ある経済主体の債務負担の度合いや債務返済能力を測る指標として、「債務償還年数」を試算する。債務償還年数は借入（企業部門の場合は社債等を含む）を総貯蓄（＝総可処分所得－消費支出。総可処分所得＝可処分所得＋固定資本減耗。企業部門の場合、総貯蓄は総可処分所得に等しい）で割ったものであり、ある経済主体がその年に獲得した自由に使えるキャッシュフローの何年分の借入を抱えているかを表している。債務償還年数の推移や水準をみることで、その経済主体の債務負担の軽重が推測できるといえる。

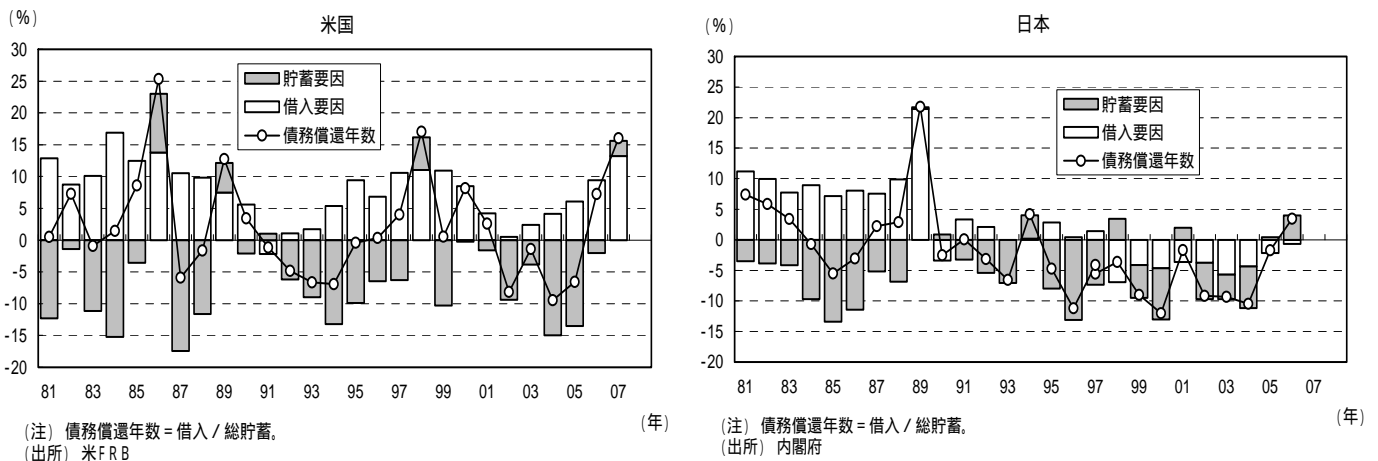
まず企業部門の債務償還年数をみると、米国の企業部門は、長期にわたって概ね4年から6年程度の範囲で安定的に推移しており、足元でも長期化していない。一方、日本の企業部門は、1990年頃までは上昇傾向にあり水準もピーク時には14年程度とかなり高かったが、バブル崩壊を境にほぼ一貫して低下傾向で推移し、2005年頃には米国並みの水準にまで低下した（図表1）。

日本の場合、バブル経済期にかけて企業は高い成長期待などを背景に借入を増やし設備投資を活発化させたが、バブル経済崩壊により過剰債務が顕在化し、その後長期間にわたって債務の調整を余儀なくされた。特に1998年からは、金融機関の不良債権問題の顕在化とあいまって、借入の圧縮を伴う本格的な債務調整が行われることとなった。これに対し、米国の場合は、収益が悪化する局面では借入を抑制するなど、収益の伸びと借入の伸びがバランスよく推移している。米国の企業部門では、これまで大きな債務調整が必要となった時期はなく、足元でも過剰債務は発生していないといえるだろう（図表2）。

図表1．企業部門の債務償還年数の推移



図表2．企業部門の債務償還年数変動の要因分解



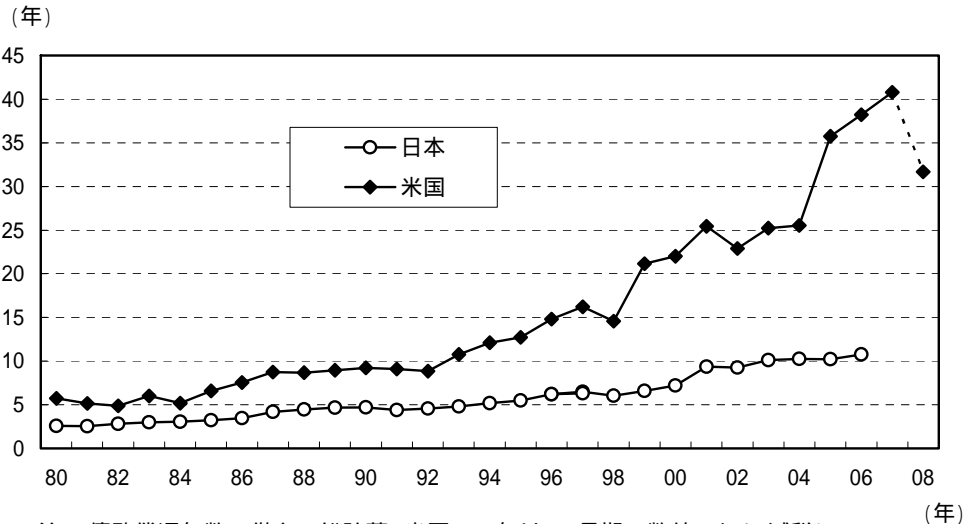
(2) 家計部門は過剰債務の懸念大

次に家計部門の債務償還年数をみていく。日本の家計部門の場合、緩やかな上昇傾向にあるものの、債務償還年数の水準は2006年時点で10年程度にとどまっており、バブル経済時を含め大きく上昇した局面はこれまでない。一方、米国では、1998年頃までは15年程度に抑えられていたがその後は急速に水準が切り上がり、2007年には40年程度にまで上昇した(図表3)。

日本の家計部門では、1990年代初めまでは借入の増加が続いていたが、その後はほとんど増加していない。バブル経済崩壊後、高齢化の進展や所得の伸び悩みにより総貯蓄は減少傾向にあるため、債務償還年数は緩やかな上昇が続いている。一方、米国の家計部門では、毎年コンスタントに借入の増加が続き、特に1999年から2006年にかけては伸び率が10%前後にまで拡大した。その間、所得減税などの影響で振れは大きくなっているものの、

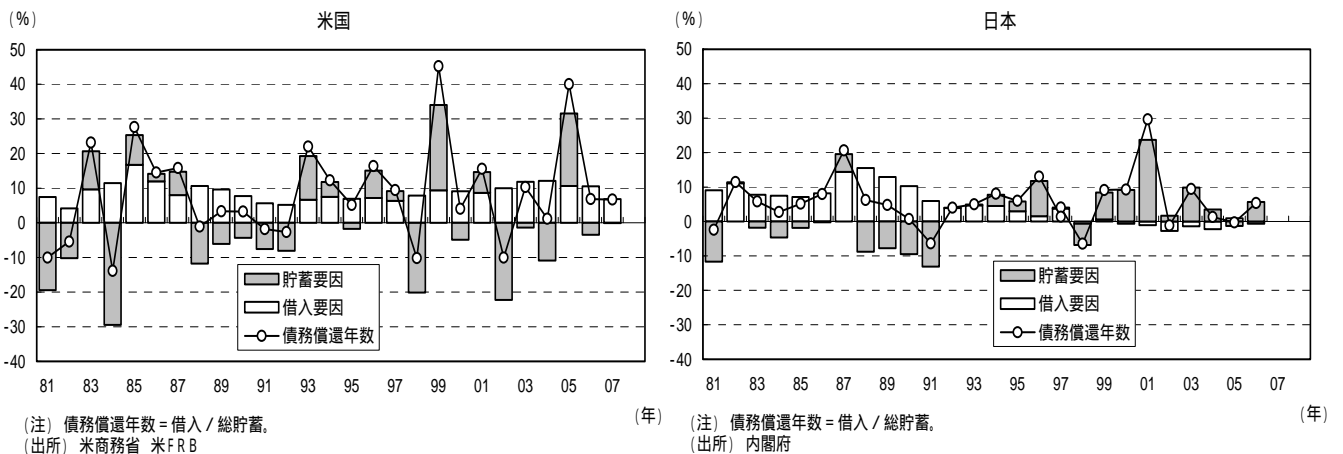
均してみると総貯蓄の水準はあまり変化していない。米国家計部門の債務償還年数が急上昇したのは、借入の増加が続く一方でそれに見合った貯蓄の確保がなされていないためである（図表4）。

図表3．家計部門の債務償還年数の推移



(注) 債務償還年数 = 借入 / 総貯蓄。米国の08年は1-6月期の数値であり、減税による総貯蓄の増加によって債務償還年数は低下している。
 (出所) 内閣府 米商務省 米FRB

図表4．家計部門の債務償還年数変動の要因分解



(注) 債務償還年数 = 借入 / 総貯蓄。
 (出所) 米商務省 米FRB

(注) 債務償還年数 = 借入 / 総貯蓄。
 (出所) 内閣府

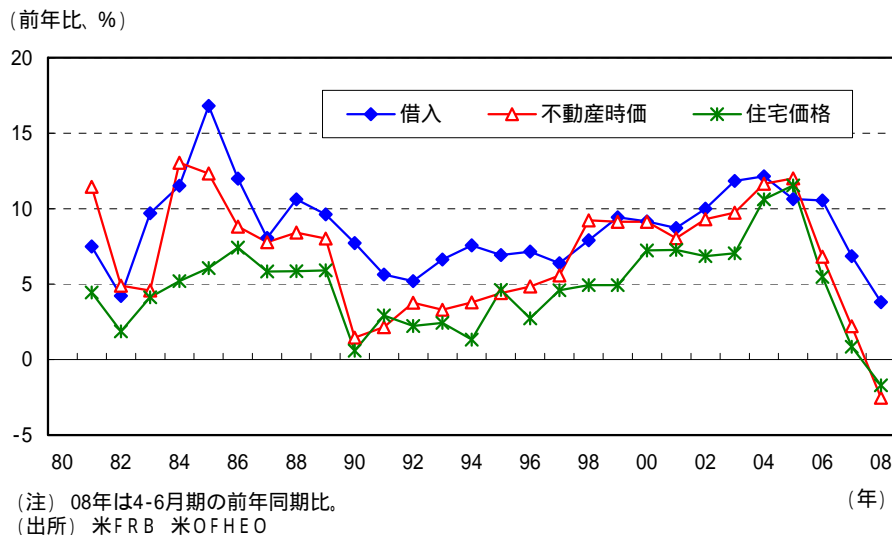
(3) 家計部門の借入行動

米国の企業部門は財務の健全性を今のところ維持しているのに対し家計部門は過剰な債務を抱えていることが、債務償還年数の動きから示された。米国の家計部門は、なぜ貯蓄を増やすことなしに、すなわち十分に返済原資を確保しないままに借入だけを増やすことができたのか。

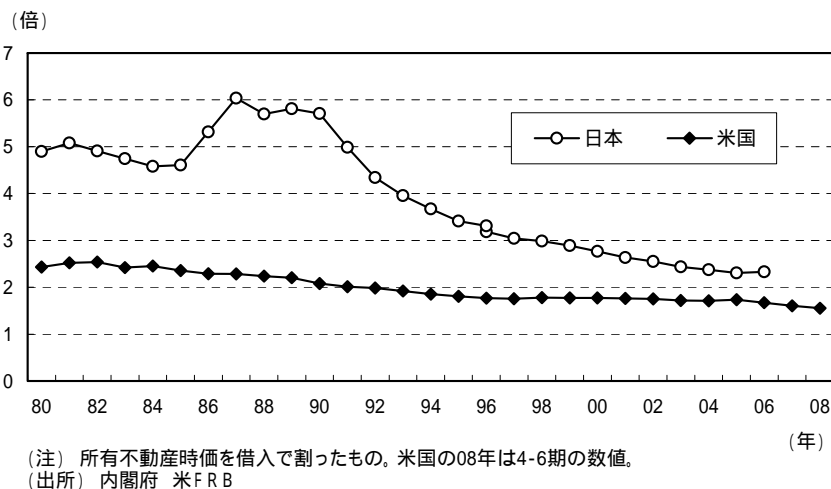
米国家計部門の借入、所有不動産時価及び住宅価格の推移をみると、住宅価格の上昇にあわせて所有不動産の時価も増加し、それに伴い借入も増加していることがわかる（図表5）。家計部門が所有している不動産時価と借入の比率（不動産時価／借入）をみても、長期にわたりほぼ同じ水準で推移している。家計は担保となる不動産の時価拡大にあわせ借入を増加させたと考えられる。

なお、日本の家計の場合は、バブル経済期に不動産時価・借入比率が上昇していることから、不動産時価の拡大局面においても家計は借入をそれほど大きくは増やさなかったといえるだろう。また、この比率が低下傾向にあるのは、住宅価格が下落基調で推移するなかで借入の抑制は緩やかにしか進まないため（住宅ローンは長期契約であるため借入残高は緩やかにしか減少しないため）だと考えられる。

図表5．米国家計部門の借入、不動産時価と住宅価格の推移



図表6．家計部門の不動産時価・借入比率



米国では、ホームエクイティローンやキャッシュアウト型の借り換え（既存の住宅ローンの借り換え時に担保の空き枠を利用して借入残高を増やす）など、住宅担保の価値をフルに利用することによって借入を増やすタイプの商品が近年広く普及した（図表7）。米国家計部門の自己資本比率（正味資産／総資産）をみると、ITバブル時を除いて低下傾向にあり、特に2001年以降は日本と比べてかなり低い水準となっている（図表8）。

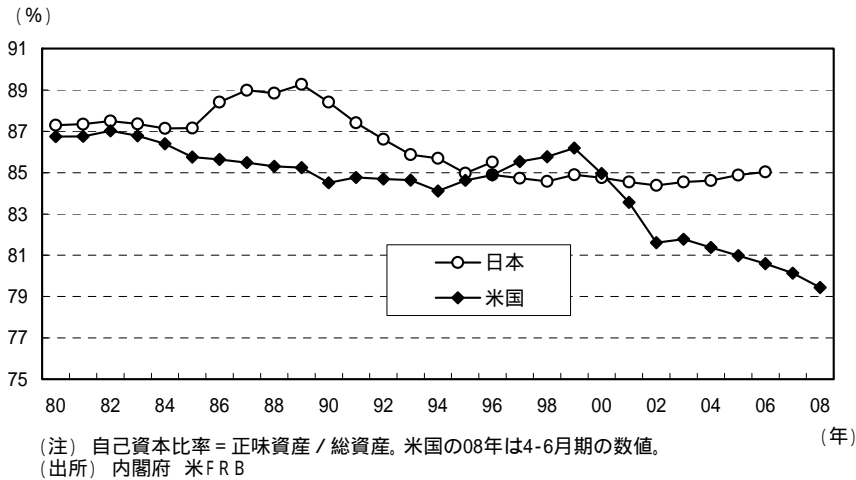
当初数年間の返済負担を小さくした商品（IOローンなど）、収入についてなどの書類審査を省略または簡略化した商品などの普及は、低所得世帯でも融資を受けることを可能にした。米国の住宅ローン保有世帯の割合が、世帯主の平均年齢が徐々に高まっているにも関わらず近年顕著な上昇傾向にあるのは、これまでは金融機関の融資対象にならなかったような低収入・低貯蓄世帯にも、住宅ローンが普及していったことを示唆している。米国とは対照的に、日本では、世帯主の高齢化などを背景に住宅ローン保有世帯の割合は低下傾向にある（図表9）。

住宅価格の上昇による担保価値の拡大とそれに付随した借入の増加、担保掛目（担保価値に対する借入の割合）の上昇、低所得世帯への融資対象の拡大などが、債務償還年数の長期化をもたらしたと考えられる。本人の収入を軽視し、担保価値に過度に依存した融資が金融機関によって広く行われたといえる。また、住宅ローン債権の証券化や証券が流通する過程で付与された様々な種類の保証や保険（モノラインや政府支援機関による保証、CDSなど）も、金融機関の融資規律を緩ませると同時に、証券化商品の買い手がもともとの債務者の債務返済能力に注意を払わなくさせたと考えられる。

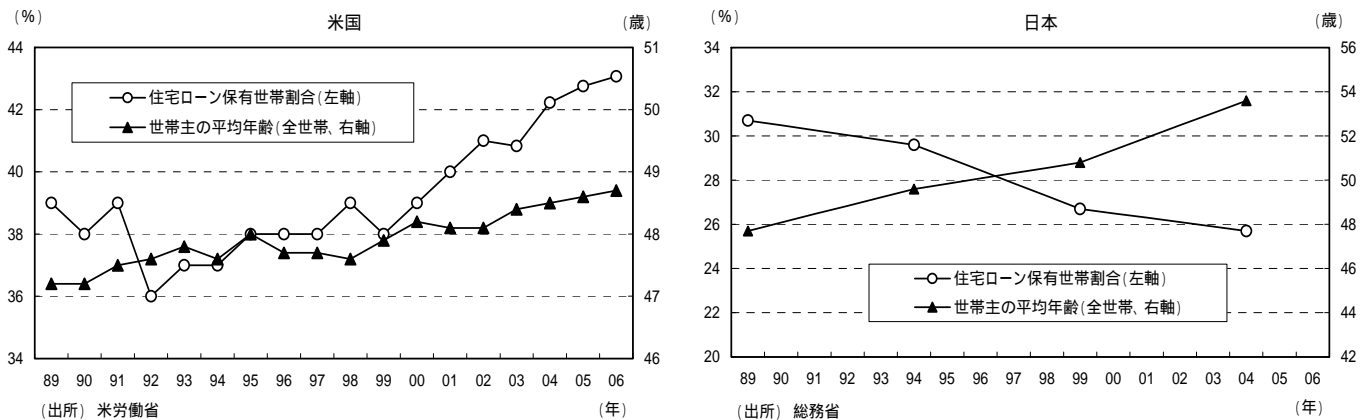
図表7．米国の住宅ローンに占めるホームエクイティローンの割合（残高ベース）



図表 8 . 家計部門の自己資本比率



図表 9 . 住宅ローン保有世帯割合と全世帯主の平均年齢



(4) 家計部門の債務調整の経路と個人消費への影響

住宅価格の下落をきっかけとした住宅バブルの崩壊により、担保価値に過度に依存した米国家計部門向け貸出は今後修正を迫られることになるだろう。担保の毀損により、金融機関はこれまで行ってきたような担保価値の拡大を利用した貸し増しは行えなくなり、既存の貸出については本人収入からの返済を求めることになる。また、住宅価格の下落は金融機関の新規融資も慎重にさせる。一方、住宅ローンを抱え返済の必要に迫られた家計は、消費の抑制による貯蓄の増強や、消費の抑制によっても契約通りに返済ができない場合は住宅の売却（差し押さえによる処分を含む）によって借入返済を行わざるを得なくなる。

こうした家計の債務調整によってどの程度個人消費は抑制されることになるのか、以下の順序で試算する。まず、家計部門にとって妥当な債務償還年数がどの程度なのかを検討し、借入の伸びを一定に置いた上でその債務償還年数になるために必要な総貯蓄額を計算

する。総可処分所得の伸びを一定に置くと、総可処分所得から必要な総貯蓄額を差し引いたものが消費支出となる（図表 10）。なお、家計が消費をすぐに抑制することは難しくしばらくは預金などの取り崩しで返済をする可能性があることや、当面返済が難しい債務者のために債権者がローンの返済条件の変更（返済金額の圧縮）に応じることもあることなどを考慮して、必要な総貯蓄額を確保するまでの調整期間を 3 年または 5 年とする。

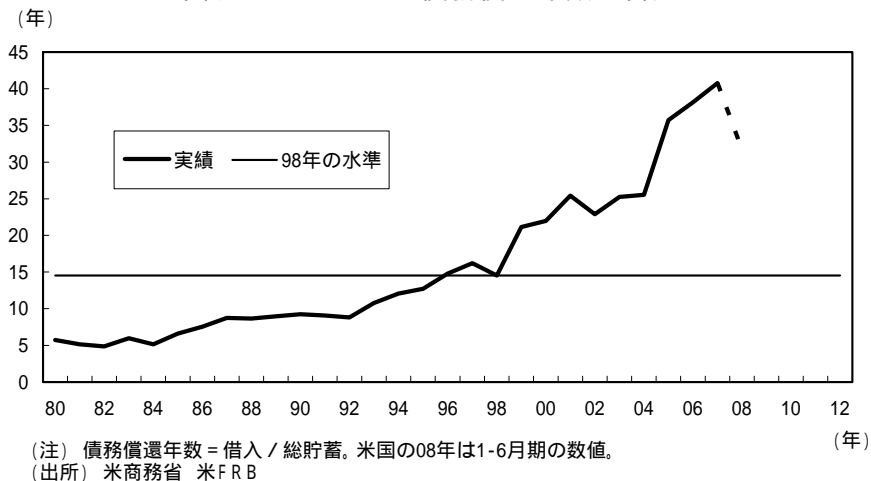
図表 10 . 債務調整による消費支出への影響の試算方法

債務償還年数	=	$\frac{\text{借入}}{\text{総貯蓄}}$	
消費支出	=	総可処分所得	- 総貯蓄
債務調整の目処となる債務償還年数を想定する。			
借入の伸び率を一定に置き、目処となる債務償還年数になるために必要な総貯蓄を計算。			
総可処分所得の伸び率を一定に置き、総可処分所得から総貯蓄を引いたものが消費支出になる。			

まず、債務償還年数でみてどの程度の水準が、借入と貯蓄のバランスがとれた状態だといえるのかを検討する。

米国の住宅ローン保有世帯の世帯主の平均年齢は 46.5 歳である（2006 年）。住宅ローンの融資期間はほとんどが 30 年であり、ローン完済時の年齢が 60 歳くらいだと考えると、概ね 15 年程度で現在の借入を完済できる程度の貯蓄が確保されていれば、借入と貯蓄のバランスが取れているといえるだろう。家計部門全体の毎年の貯蓄総額のほとんど（8 割弱）が住宅ローン保有世帯によるものであり、借入の大部分が住宅ローン（消費者信用など住宅ローン以外の借入は全体の約 2 割程度）であることから、家計部門全体でみても債務償還年数が 15 年程度に維持されていることが、過剰債務がない状態の目処と考えられる。実際、借入の伸びが拡大する前の 1998 年当時の債務償還年数は 15 年程度であったことから、債務調整の目処としては妥当だといえるだろう（図表 11）。

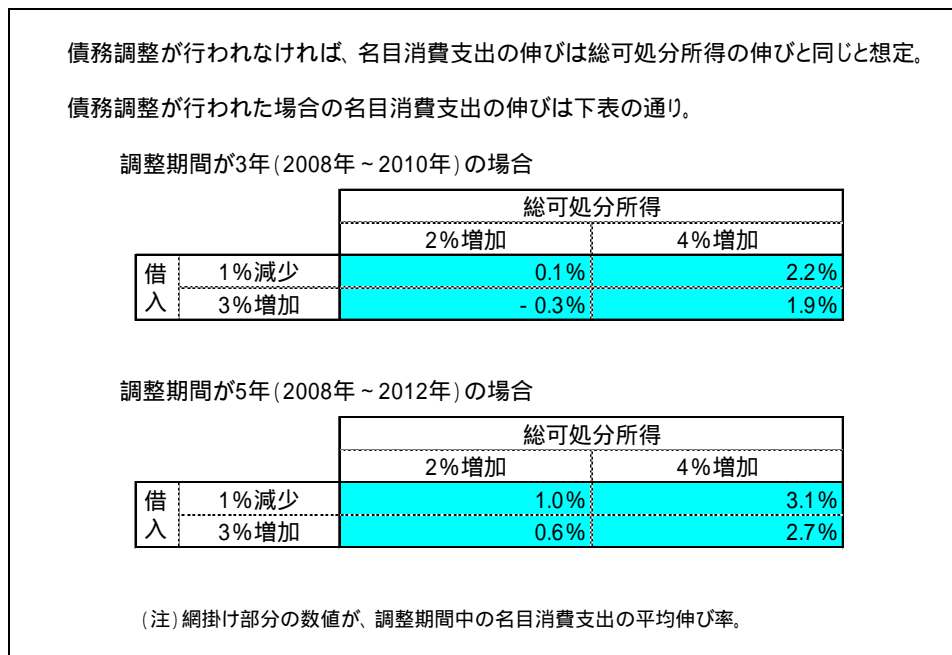
図表 11 . あるべき債務償還年数の目処



債務償還年数が2007年の約40年から1998年の水準である約15年になるような債務調整が行われた場合の、家計の消費支出への影響を試算する。試算にあたっては、調整期間については3年と5年に、総可処分所得の伸び率については2%（雇用情勢の悪化などにより所得の伸びがかなり抑制された状態を想定）と4%に、借入の伸び率については-1%（住宅の売却や差し押さえによる借入の圧縮が大きく進んだ状態を想定）と3%にそれぞれ場合分けしている。

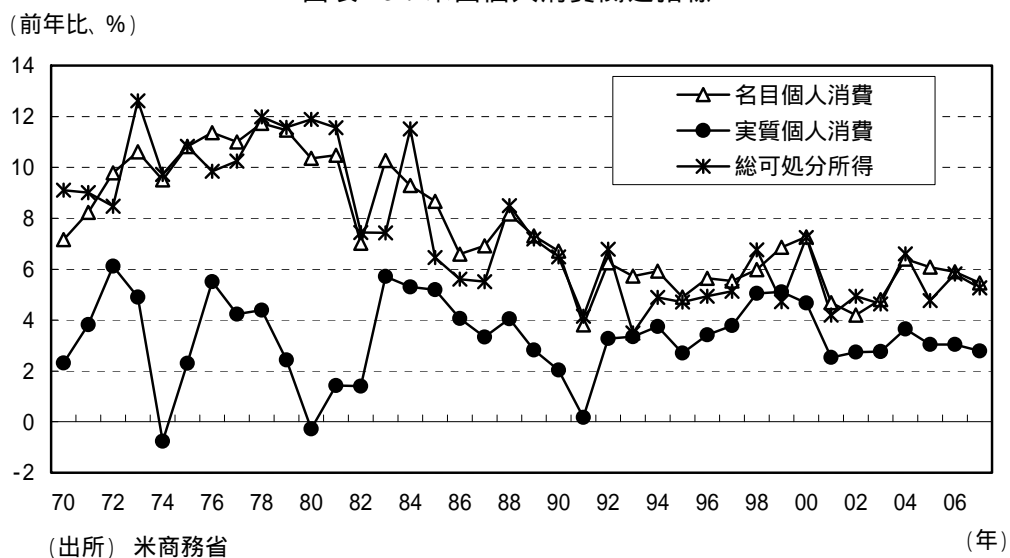
試算結果は図表12の通りである。債務調整がない場合、（他の条件が一定ならば）総可処分所得の伸び率と名目消費支出の伸び率は同じと想定できる。試算結果からは、債務調整によって、総可処分所得の伸び率に比べ、調整期間が3年の場合は概ね2%ポイント、調整期間が5年の場合は概ね1%ポイント消費支出の伸び率が抑制されることになるといえる。なお、借入の伸び率の違いは消費支出に対してそれほど大きな影響を与えない。債務償還年数の短縮には貯蓄の増強が必要不可欠であるといえるだろう。

図表 12 . 家計部門の債務調整が行われた場合の名目消費支出の伸び



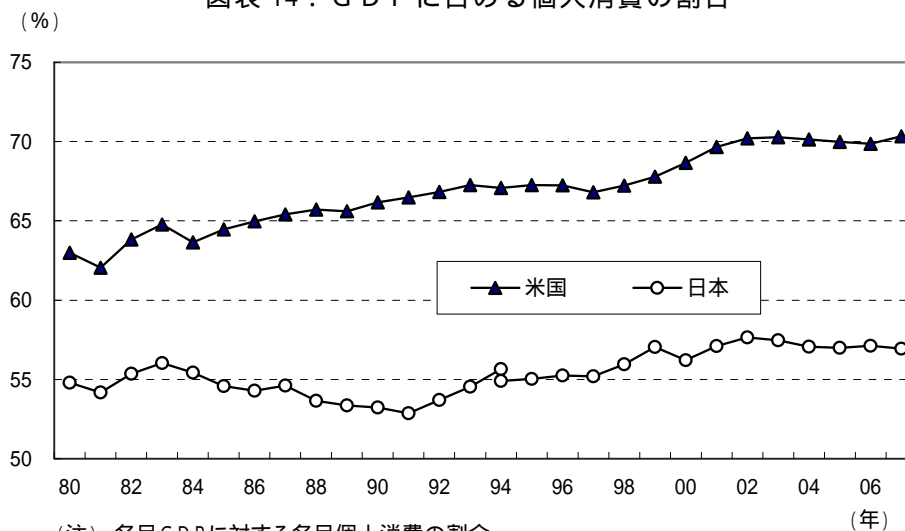
調整期間や総可処分所得の伸びによって結果は異なるが、債務調整によって今後の名目個人消費の伸びは概ね0%から3%程度に抑制され、それが3年から5年程度続くことになる。個人消費デフレーターが2%だとすると、実質個人消費の伸びは-2%から1%程度と非常に弱いものとなる。実質個人消費の伸びが1%以下となったのは、最近ではS&L(貯蓄貸付組合)危機を発端としてクレジットクライシスが起き、景気後退に陥った1991年(0.2%の伸び)だけである。また、2%以下の伸び率が3年続いたのは、第2次石油ショック後の世界同時不況時だけである(図表13)。

図表 13 . 米国個人消費関連指標



GDPに占める個人消費の割合は、日本では6割弱に止まるのに対し、米国では1980年代初めから上昇基調にあり2001年からは7割程度で高止まりしている。米国では個人消費が経済成長の原動力となっているといえる（図表14）。これまで説明してきたような経路で米国家計部門の債務調整が起きれば、それが実体経済へもたらずマイナスの影響は非常に大きなものとなるといえる。さらに、個人消費の低迷は売上の減少などを通じて企業収益の悪化へとつながっていき、失業率の上昇や賃金の低迷によって家計の可処分所得の伸びが抑制されるという悪循環に陥るリスクもある。可処分所得の伸びの抑制はさらに個人消費を下押しする要因となる。一度バブルが発生し過剰に債務が膨らんでしまうと、それを解消していく過程が大きな苦痛を伴うものになることは避けがたい。実体経済への影響の大きさによっては、所得税減税や、住宅ローンを含んだ債権の政府による買い取りと債務の一部免除など、家計部門の債務調整を支援する施策の実行も今後必要となってくる可能性がある。（鶴田 零）

図表14．GDPに占める個人消費の割合



(注) 名目GDPに対する名目個人消費の割合
 (出所) 内閣府 米商務省

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。