

みずほリポート

2003 年 4 月 23 日発行

IT バブル崩壊後の米国経済 長期低迷リスク

みずほ総合研究所

本誌に関するお問い合わせは
みずほ総合研究所株式会社 調査本部 電話（03）3201-0521 まで。

要旨

1. IT バブル崩壊をきっかけとした今回の米国の景気後退は、資産価格の下落によるストック面の調整を伴った点が特徴的である。その意味で、現在の米経済は、バブル崩壊後の日本経済と類似した状況にあると言える。このため、今後の米経済が 90 年代以降の日本のような長期低迷に向かうとの見方があるが、以下の理由から、米国経済が「90 年代日本型の長期低迷」に陥る可能性は少ない。
2. 第 1 に、ストック面の調整圧力が小さい。企業部門は、通信セクターを除くと、過剰設備・債務による調整圧力が大きく低下している。家計部門の過剰債務問題は当面の消費を下押しする可能性があるが、その度合いは必ずしも大きくない。
3. 第 2 に、生産性の上昇トレンドが維持されている。生産性の上昇は企業収益の極端な落ち込みや雇用調整圧力の緩和などの意味を持つ。また、近年の日本経済が直面している最大の問題であるデフレ・スパイラルのリスク緩和にも寄与すると考えられる。
4. 第 3 に、金融機関の健全性が維持されている。米銀の不良債権比率は低水準にあり、ROA が記録的高水準を記録するなど、財務基盤は強固である。このため、信用不安が景気悪化を増幅・加速させる懸念は小さい。
5. 第 4 に、迅速かつ大胆な政策対応がリスク低減に寄与してきた。米政府・FRB は、バブル崩壊直後に、迅速かつ大胆な財政・金融政策で対応してきた。これが、景気の全般的な悪化を招くことなく、企業部門を中心としたストック面の調整が進展することを可能とした。
6. むしろ、今後の米国経済で注意が必要なのは、「80 年代米国型の長期低迷」リスクと考えられる。今後、財政赤字拡大懸念などから、長期金利の上昇圧力が高まる公算が大きく、米経済に対する信認が大きく損なわれた場合の金利急騰リスクが高まっている。金利上昇で企業の投資拡大が阻害された場合、米国経済に対する相対的な収益期待の低下から対米資金流入が大きく減少する懸念もある。この場合、80 年代レーガン政権期に類似したタイプの経済低迷が引き起こされる可能性がある。

(国際調査部 中西 健夫)

目次

1. 景気後退のメカニズム	1
(1) 過去と異なるパターンの景気後退	1
(2) IT バブルの生成と崩壊	2
a. ネットバブル	3
b. 通信バブル	5
(3) 企業部門の資本ストック・在庫調整	7
a. 資本ストック調整	7
b. 在庫調整	8
(4) 企業部門の調整が家計部門へと波及	9
a. 雇用情勢の悪化	9
b. 資産の減少	10
(5) 日本のバブル崩壊と類似	11
2. 米国経済の長期低迷リスク	13
(1) 資産価格の動向	13
a. 日米の資産・景気動向	13
b. 米国の住宅バブル懸念	15
(2) 過剰債務問題	16
a. 家計の過剰債務問題	16
b. 企業の過剰債務問題	17
(3) 過剰設備問題	18
3. 「90 年代日本型の長期低迷」リスクは小さいが・・・	20
(1) 日本型の長期低迷に陥る可能性は小さい	20
a. ストック面の調整圧力が軽微	20
b. 生産性の上昇トレンドが維持	20
c. 金融部門の健全性維持	23
d. 適切な政策対応	23
(2) 「80 年代米国型の長期低迷」リスクに要注意	24
a. 財政悪化の可能性	24
b. 対米資本流入減少の可能性	25

1. 景気後退のメカニズム

今回の米国の景気後退は、過去と異なるメカニズムで生じた。IT バブル崩壊をきっかけとする今次景気後退に至る過程においては、景気の調整が同時的・全体的に生じるのではなく、徐々に各セクターに波及するような形で生じた。企業部門や家計部門でストック面の調整（バランスシート調整、資本ストック調整）が進んだ点も特徴として指摘できる。

(1) 過去と異なるパターンの景気後退

米国経済は、戦後 10 回の景気循環を繰り返してきた（図表 1）。91 年 3 月を谷とする戦後最長の景気拡大は 2001 年 3 月に終了し、米景気は約 10 年ぶりに後退局面に入った（景気後退の終了時期は、03 年 3 月現在で未定）。

過去、米景気が後退に至る過程においては、ほぼ同じパターンが繰り返されていた。従来の景気減速パターンとは、需要の過熱もしくは原油価格の高騰からインフレ懸念が高まり、これに対応した FRB の金融引き締めがきっかけとなって全般的な需要の減退が引き起こされ、景気が後退に至るというものだった。

しかし、今回の景気後退のきっかけは、2000 年 3 月に始まった IT バブルの崩壊だった。IT バブルの崩壊は、IT セクターを中心とした企業部門の在庫・資本ストックの調整を引き起こし、それが雇用環境の悪化などを通じて家計部門に波及した。

一方で、この間も物価は安定的に推移していた。FRB は 99 年 5 月にようやく利上げに転じて、2000 年 5 月まで計 175bp の利上げを実施した。ただし、うち 75bp は利上げ開始前年に起こった LTCM 危機の際の緊急利下げ分を取り戻すものとも考えられ、景気過熱期としてはきわめてマイルドな利上げだった¹。

以下で、今回の景気後退に至るプロセスを時系列に沿って詳しくみていこう。

図表 1：米国の景気循環

	景気の谷	景気の山	後退期間	拡大期間
	45年10月	48年11月	-	37か月
	49年10月	53年7月	11か月	45か月
	54年5月	57年8月	10か月	39か月
	58年4月	60年4月	8か月	24か月
	61年2月	69年12月	10か月	106か月
	70年11月	73年11月	11か月	36か月
	75年3月	80年1月	16か月	58か月
	80年7月	81年7月	6か月	12か月
	82年11月	90年7月	16か月	92か月
	91年3月	01年3月	8か月	120か月
平均期間			10か月	57か月

（資料）National Bureau of Economic Research

¹ 米国経済は、97～99 年に 3 年連続で 4%超の経済成長を続けたが、99 年 5 月まで利上げは先延ばしされた。96 年まで FRB 副議長を務めたブラインダー氏は、この間の時期を“forbearance”（寛容な）政策の時代と称している。2000 年 5 月の最後の利上げ時の FF 金利（誘導水準）は 6.00%であり、前回景気後退前の 8.25%と比較しても低い水準である。

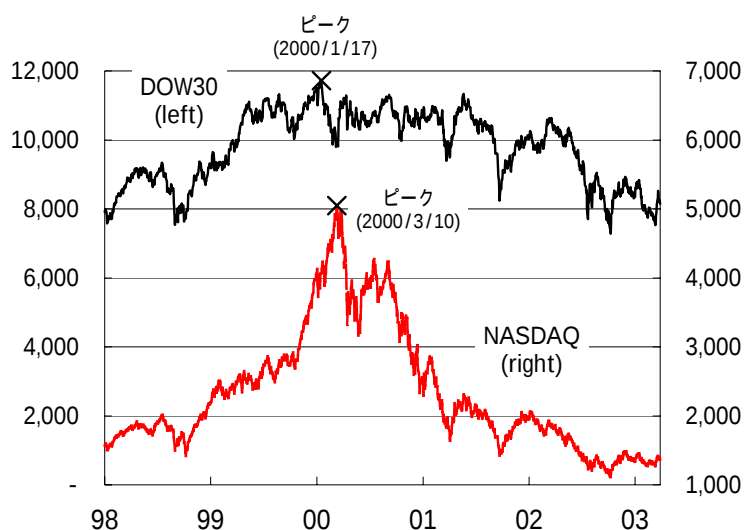
(2) IT バブルの生成と崩壊

IT 関連の株価が急騰してバブルの様相を見せ始めたのは、99 年から 2000 年春にかけてだった。IT 関連企業を多数含んだ株価指数であるナスダック総合指数の推移をみると、99 年の 1 年間に同指数は 2 倍近く上昇した（図表 2）。

IT バブル崩壊は、2000 年 3 月に始まった。ナスダック指数は、2000 年春から 2001 年にかけて急落し、その後も低迷を続けた。2002 年半ば以降は、ピーク対比 3 割程度の水準で推移している（2003/3 平均、1349 ポイント）。

一方、IT バブル崩壊後も、非 IT 企業株価の下落幅は限定的だった。伝統的な企業銘柄が大半を占めるダウ株価指数は、2000 年以降も 1 万ドル前後で底堅く推移した。しかし、2002 年半ば以降、対イラク攻撃などによる景気先行き不透明感の影響もあって、ピーク対比 7 割程度の水準である 8,000 ドル前後での低迷が続いた（2003/3 平均、7,978 ドル）。

図表 2：米国株価の推移



（資料）Datastream

米国の IT バブルは、様々な要因が複合して生成されたものであるが、主に 2 つのバブルが合流して「IT バブル」と称される奔流が形成されたと考えられる。2 つのバブルとは、インターネット・ブームを背景とした「ネットバブル」と通信規制緩和などを背景とした「通信バブル」である。

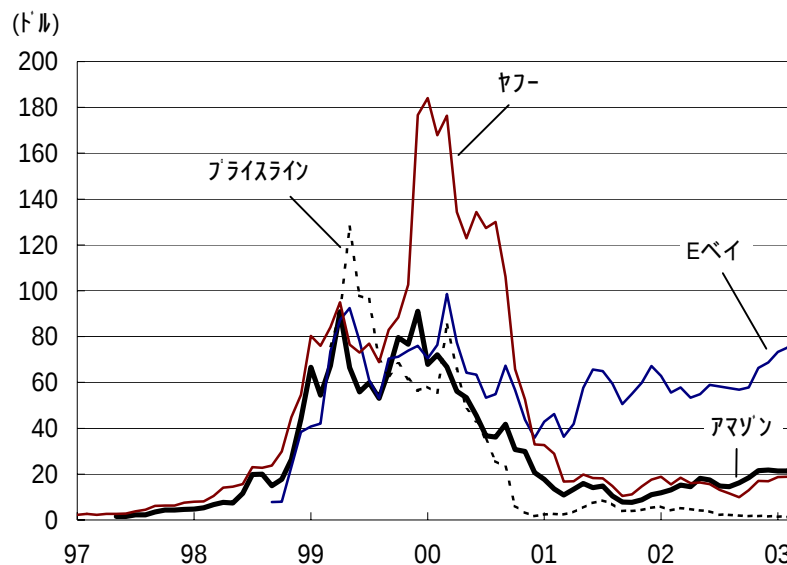
a. ネットバブル

まず、世界的なインターネット・ブームのなかで「ネットバブル」が形成された。

99 年、ネットを用いた新しいビジネスモデルを提唱した多くのドットコム企業に対する期待が急速に膨らみ、これら新興ドットコム企業の株価が急騰した。しかし、当時の象徴的なドットコム企業のひとつであるアマゾンをはじめ、ほとんどのドットコム企業の損益は赤字を続けており、黒字転換の目途もつかないような企業が多くを占めたのが実状だった²。このため、市場のドットコム企業に対する過大な期待はやがて剥落し、多くのネット関連企業の株価は急落の憂き目にあうこととなった。

個別の株価動向をみると、数多くのドットコム企業の中でも勝ち組と考えられるヤフーやアマゾンの株価でも、足下でピーク対比 2 割程度の水準まで下落している。現在、苦戦が伝えられるプライスライン³の足下の株価は、ピーク対比 1%程度水準で低迷している（図表 3）。2000 年から 2001 年にかけてドットコム企業の倒産が急増し、新興ネット企業のうち負け組のほとんどはすでに存在すらしていない⁴。

図表 3：ネット関連企業の株価



(資料) Datastream

² アマゾンは、2001 年 10～12 月期に開業以来初の黒字を計上した。

³ Priceline は、消費者が値付けする逆オークションと呼ばれるビジネスモデルを開発した。売上げの減少に直面して経営は苦境に立っている。1997 年創立。

⁴ 破綻したネット関連企業は、2000 年で 210 社あまり、2001 年で 540 社あまりにのぼった。2002 年は 9 月までで 126 社とようやく減少に転じた (<http://www.webmergers.com>による)。

ネット関連企業の高水準の株価には、空前のインターネット・ブームを背景として、これら企業の収益力に対する大きな将来期待が込められていたと考えられる。そこで、バブル最盛期の99年時点における株式時価総額と売上高から、当時の株価で想定されていた目先5年間の売上高の伸びを、一定の仮定の下に試算してみた（図表4）。

この結果、例えば、玩具のネット販売専門店であるEトイズの当時の株価は、先行き5年間で年率236%の売上げの伸び（成長）が想定されているなど、軒並み非現実的な成長期待が前提とされていたとの試算値が得られる（Eトイズは、2001年3月に破綻を申請）。

同様の試算方法をマイクロソフトに適用したところ、5年間で年率11%程度という妥当な成長を見込んだ株価水準であった。これと比べて、主要なネット関連企業の当時の株価水準は、平均して年率80%程度の成長を前提としたものとなっていた。

図表4：バブル期におけるネット関連企業の株価水準

	当時の PER	当時の 株式時価総額	当時の 売上高	5年後の 株式時価総額	5年後の 収益	5年後の 想定売上高	5年間で 想定されていた 売上の伸び
	99/12	99/12末	99年	期待収益率 =20%と仮定	PER=40倍と 仮定		
	倍	10億ドル	10億ドル	10億ドル	10億ドル	10億ドル	%
コンテンツ部門							
アメリカオンライン	201	51.3	4.8	133.9	3.3	33.5	48
ヤフー	5050	49.9	0.6	130.3	3.3	43.4	136
eコマース部門							
アマゾン・ドット・コム	#N/A	24.6	1.6	64.4	1.6	32.2	81
eベイ	#N/A	6.9	0.2	18.0	0.4	3.6	74
Eトイズ	#N/A	9.8	0.0	25.7	0.6	12.8	236
プライスライン・ドット・コム	#N/A	6.4	0.5	16.6	0.4	3.3	47
サービス部門							
ダブルクリック	#N/A	7.8	0.3	20.5	0.5	6.8	92
ネットワーク・ソリューションズ	#N/A	3.9	0.2	10.2	0.3	2.5	63
ソフトウェア部門							
インクトミ	#N/A	9.1	0.1	23.7	0.6	4.0	123
ペリサイン	#N/A	5.1	0.1	13.2	0.3	2.2	92
(参考) 代表的なハイテク企業							
マイクロソフト	65	63.0	19.7	164.7	4.1	32.9	11
シスコシステムズ	163	84.3	12.2	220.3	5.5	44.1	29

(注) 投資家の期待収益率を20%、ストックオプション行使による株式希薄化を5%、5年後の適正PERを40倍と仮定。

想定される純利益率をセクターごとに考慮して（小売5%、ソフトウェア15%など）、「5年後の想定売上高」を試算。

(資料) Bloomberg等

ネットバブル生成から約5年を経過したいま振り返ると、インターネットが不可欠の社会インフラへと発展したことは確かである。ネットを用いた新しいビジネスモデルを展開して着実に収益を上げてきたeベイ⁵は、現在も高水準の株価を維持している。このため、当時の株式市場に蔓延したネット企業への強い期待は、あながち見当はずれではなかったといえるが、おしなべて当時のネット関連企業の株価が実態から大きく乖離した水準まで上昇していたことは確かであろう。

⁵ eBAYは、ネット上にオークションの場を創設し、参加者に対して効率性と娯楽性を提供した。IT不況下でも売上げを伸ばし、かつ純利益がプラスを保っているほとんど唯一のドットコム企業（但し日本では、先行するYahoo!オークションとの競争に敗れる形で、2002年3月に撤退）。1995年創立。

b. 通信バブル

インターネット・ブームと相まって 96 年通信法の施行による規制緩和が、「通信バブル」を生み出した。

96 年通信法とは、米国の電気通信分野の規制をおよそ 60 年ぶりに抜本的に改革する内容のものであり、柱のひとつが地域通信市場への競争の導入だった⁶。米国の長距離通信市場の規制は、84 年に独占事業体 AT&T が分割されたことで解消に向かい始めていた一方、地域通信市場についてはベル系地域通信会社（Regional Bell Operating Companies, RBOC）⁷による地域独占が認められてきていた。しかし、96 年通信法による規制緩和で地域通信市場における競争の火蓋が切って落とされた。

地域通信市場への競争導入を受けて、高速大容量の通信サービスを手がける多くの新興地域通信会社（Competitive Local Exchange Carriers, CLEC⁸）が同市場に参入した。CLEC の多くはジャンク債市場や株式市場から資金を調達して、光ファイバー網の敷設など旺盛な投資を続けた。その過程において、通信機器を供給する通信機器メーカーへの需要が急拡大した。この結果、99 年から 2000 年にかけて通信会社や通信機器メーカーなど通信関連の株価が急上昇した。

しかし、地域通信網というインフラを有して圧倒的に強い立場に立つ RBOC との競争に CLEC が勝ち残るのは容易ではなかった。さらに、ブロードバンド事業（DSL 事業）に対する需要が思ったほどに伸びなかったことから CLEC の収益は悪化の一途をたどり、市場からも次第に見離されることとなった⁹。この結果、2001 年以降、将来を嘱望された多くの CLEC や DSL 事業者が破綻した。現在まで生き残った CLEC でも、足下の株価はピーク対比 1 割以下の水準で低迷している（図表 5）。

CLEC による DSL 事業の不振は、通信機器メーカーの収益環境をも暗転させ、通信機メ

⁶ 米国電気通信業への規制がはじめて導入された連邦通信法（Federal Communications Act of 1934）をおよそ 60 年ぶりに抜本的に改正。主な内容は以下の 4 点。

長距離電話会社及び CATV 会社などによる地域電話市場への参入を解禁、地域電話会社による CATV 事業およびその子会社による長距離通信業務への参入を解禁、CATV の料金規制の見直し、放送局の所有規制緩和

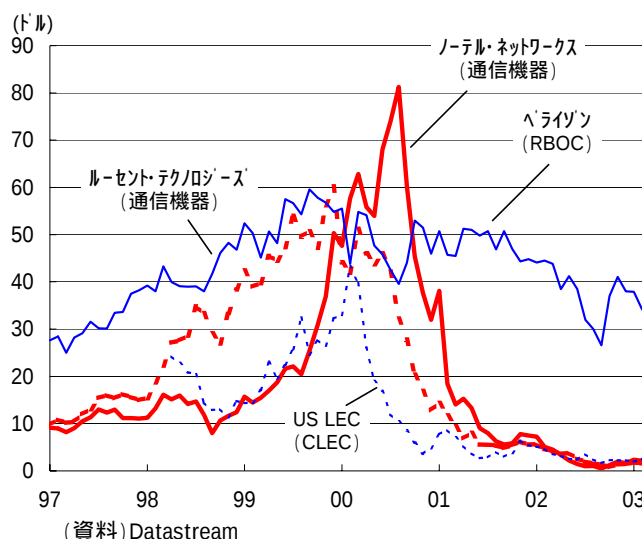
⁷ RBOC は、84 年の AT&T 分割で誕生した 7 つの地域持株会社（Regional Holding Companies, RHC）の子会社である。発足当初の RHC は 7 社体制だったが、合従連衡を経て現在は 4 社体制（クエスト、ベライゾン、ベルサウス、SBC）となっている。

⁸ 日本では、電気通信事業の自由化で、NTT 以外の新たに電気通信事業者になった企業を NCC（new common carriers）と呼んでいる。

⁹ CLEC 凋落の背景として、96 年通信法による規制緩和政策の失敗が指摘されることもある。同法では、新興企業（CLEC）が独占事業体（RBOC）に伍して競争できるように、新興企業にとって有利な参入支援型の規制緩和政策を採っていた。この結果、自前の設備投資を行って本格的に市場参入しようという新興企業がなかなか増えなかった。加えて、米国に特殊な通信環境がブロードバンド事業の発展を妨げたとの見方もある。つまり、DSL 事業が発展するためには、業界をリードすべき地域通信会社が米国でより高いプレゼンスを有する CATV 会社との競争に勝つ必要があったが、地域通信市場内での競争促進を優先させた規制緩和策がその足を引っばった。ただし、2003 年に入って、通信分野の規制機関である FCC 内で参入支援規制の方針転換する動きが現実化しつつある（安井[2003]）。

ーカーの株価も下落に転じた¹⁰。具体的には、ルーセント・テクノロジーやノーテル・ネットワークスなどの株価がピーク対比 1 割以下の水準にまで下落している（図表 5）。

図表 5：ハイテク関連企業の株価



ネットバブル崩壊の背景にあったのは「過大な期待」の剥落であり、ドットコム企業の淘汰が一巡した現在では、株価の適正水準へのソフトランディングが進みつつある。一方で、通信バブル崩壊の根底には、規制緩和政策や競争政策など制度的な問題があったため、事態ははるかに複雑かつ深刻である。また、通信関連企業はインフラなどへの莫大な投資資金が必要であるため、バブル崩壊の影響もきわめて大きい。現在も多くの通信機器メーカーや通信会社が過剰債務や過剰設備などの問題を抱えている模様である（図表 6）。

図表 6：米国の通信業界で連邦破産法第 11 条の適用を申請した事業者

年	事業分類	事業者（申請月）
2000 年	無料ネット接続	Freewweb(6 月)、Freeinternet(10 月)
2001 年	ADSL	NorthPoint(1 月)、Rythmsnet(8 月)、Covad(8 月)
	無線アクセス	Winstar(4 月)、ART(4 月)、Teligent(5 月)
	ネット接続	PSI net(6 月)、Excite@Home(9 月)
2002 年	長距離通信	Global Crossing(1 月)、Teleglobe(5 月)、WorldCom(7 月)、WilliamsCom(7 月)
	CLEC	McLeodUSA(1 月)、MFN(5 月)、XO(6 月)

（出所）清水憲人「米国の通信業界はなぜ行き詰まったのか」（情報通信総合研究所ウェブ・サイト）、2003 年 4 月（一部加筆修正）

¹⁰ FCC のパウエル委員長は、2002 年 10 月 3 日の講演で「通信機器メーカーは通信会社よりも苦しい状況にあり、通信会社はノーテル、ルーセント、シスコなどのメーカーから通信機器・設備の購入を増やす必要がある。これら通信機器メーカーは、世界最先端の技術を有しており、米国の将来のために存続させる必要がある」と、一部メーカーに極端に肩入れした異例のコメントをしている（"Support urged for telecoms industry", Financial Times, Oct. 3, 2002）。当局の目から見ても、それだけ事態が深刻ということだろう。

(3) 企業部門の資本ストック・在庫調整

IT バブルの崩壊により、企業間の需要縮小が連鎖した。需要の縮小は、資本ストック（設備）と在庫の過剰感を急速に高めた。

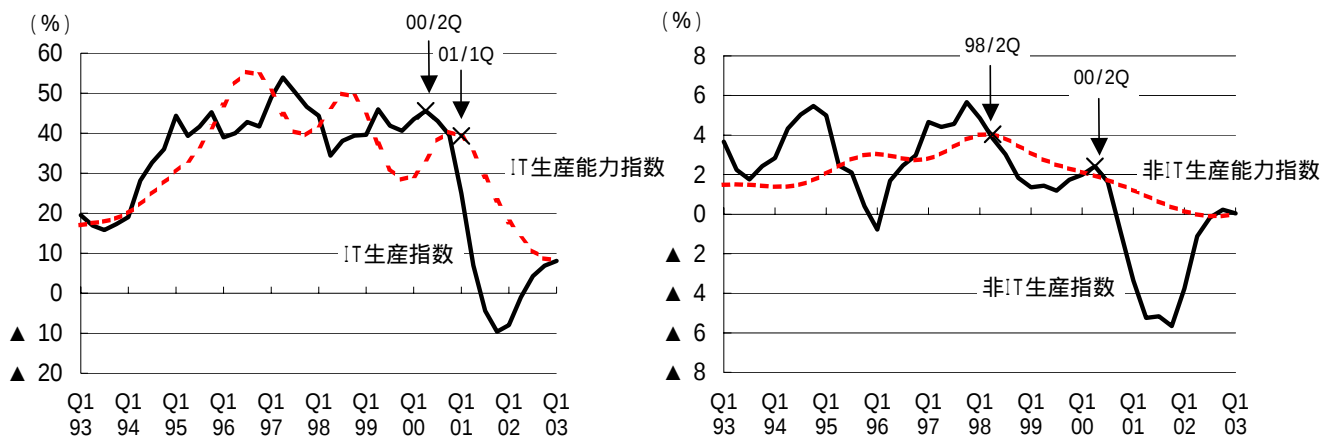
a. 資本ストック調整

2000 年初頭の IT セクターの生産指数は年率 40% 超のペースで拡大していたが、わずかその 1 年後にはマイナスの伸びに陥るまで IT セクターの需要が急速に縮小した（図表 7）。企業は需要の拡大に応じて生産能力も拡大させていたため、需要の急減により大きな需給ギャップが生じることとなった。このため、高い伸びが続いていた IT 投資の急減による生産能力の削減（資本ストック調整）が行われた。

このような IT セクターにおける需要の急減は、非 IT セクターにも波及した。同セクターでは 98 年から徐々に生産能力の削減が進められてきていたが、それを大きく上回る需要の急減に見舞われた結果、IT セクターと同様に需給ギャップが急拡大した。

足下の状況を確認しておく、IT セクター・非 IT セクターともにすでに需給ギャップは解消されている。IT セクターについては、足下の生産指数の伸びが約 2 年半ぶりの高さとなるなど（3 月、季調値、前月比 1.6%）、需要面の回復がリードする形での需給ギャップ解消が進んでいる。一方、非 IT セクターについては、生産指数は一進一退の展開が続いているが、生産能力指数が 10 か月連続マイナス（前年比）の伸びを続けたことで需給ギャップ解消が進んだ。

図表 7：需給ギャップの推移（IT セクターと非 IT セクター）



(注) 1. 前年比。
2. IT セクターとは、コンピュータ・通信機器・半導体の生産。
(資料) FRB

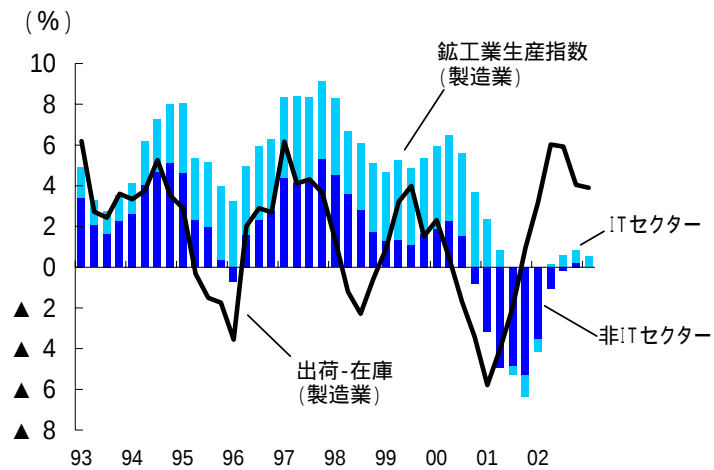
(注) 1. 前年比。
2. 非 IT セクターとは、コンピュータ・通信機器・半導体の生産を除いた製造業セクター。
(資料) FRB

b. 在庫調整

需要の急減は、資本ストックとともに在庫の過剰感を増大させた。製造業の出荷・在庫バランス（出荷の伸び - 在庫の伸び）は2000年半ばよりマイナスに転じ、企業は在庫調整局面に入ったと考えられる。これにつれて生産の削減も始まった（図表8）。

なお、足下の状況をみると、2002年には出荷在庫バランスがプラスに転じて在庫調整局面は終了したと考えられるが、今次景気回復局面における生産の増勢はきわめて緩やかなものにとどまっている。この背景として、後述するようなストック面の調整圧力の残存や対イラク攻撃に関連した先行き不透明感の高まりが指摘できる。

図表 8：在庫循環と生産



(注) 1. 前年比。

2. ITセクターは、コンピュータ・通信機器・半導体の生産。

(資料) 米国商務省、FRB

(4) 企業部門の調整が家計部門へと波及

以上のような企業部門の調整は、2つのルートを通じて家計部門にも影響を及ぼした。

a. 雇用情勢の悪化

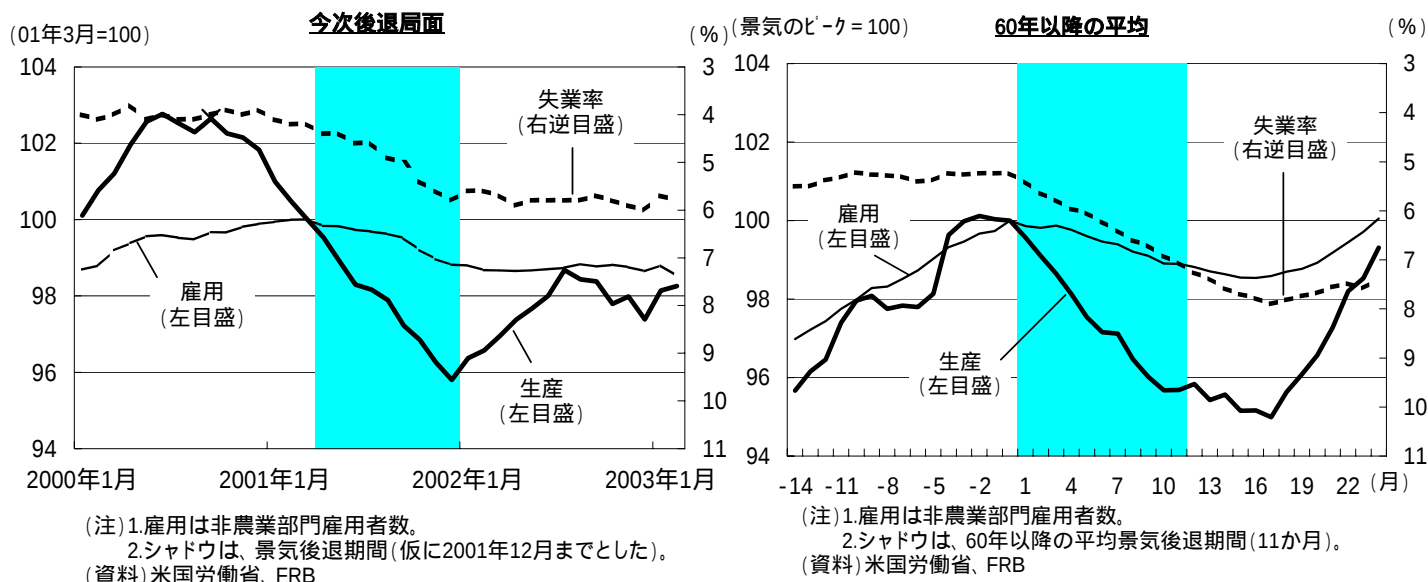
第1が、雇用・所得環境の悪化である。企業部門の生産調整は、約半年のラグをともな
って雇用の調整へと進展した。

今次景気後退局面の特徴の一つとして、生産の急速な縮小があげられる(図表9)。生産
は、景気後退の開始と認定された時期(2001年3月)よりも半年早い2000年9月にピー
クアウトし、急ピッチで減少した(景気後退前後における過去の平均的な生産動向をみる
と、生産と景気のピークは概ね一致する傾向があった)。また、生産調整の度合いについ
ても、今回の生産調整は過去の平均的な姿と比べて大きなものとなっている。

このような生産調整迅速化の背景として、ITバブル崩壊というショックが生じたという
側面も指摘できるが、加えて在庫管理技術の発展などによって迅速な生産調整が可能にな
ったことが影響していた可能性もある。

ただし、生産調整の迅速化によって雇用調整との間にスピード・ギャップが生じた模様
である。生産のピークアウトからおおよそ半年遅れて、雇用は2001年4月から徐々に増勢が
鈍化していった。2002年以降に生産が増加に転じた後の雇用は、減少傾向に歯止めがかか
ったものの増加に転じることなく低迷を続けており、2003年の年明け後にはイラク攻撃の
影響等から再び悪化傾向を見せ始めている。

図表9：米国景気後退前後の雇用・生産動向



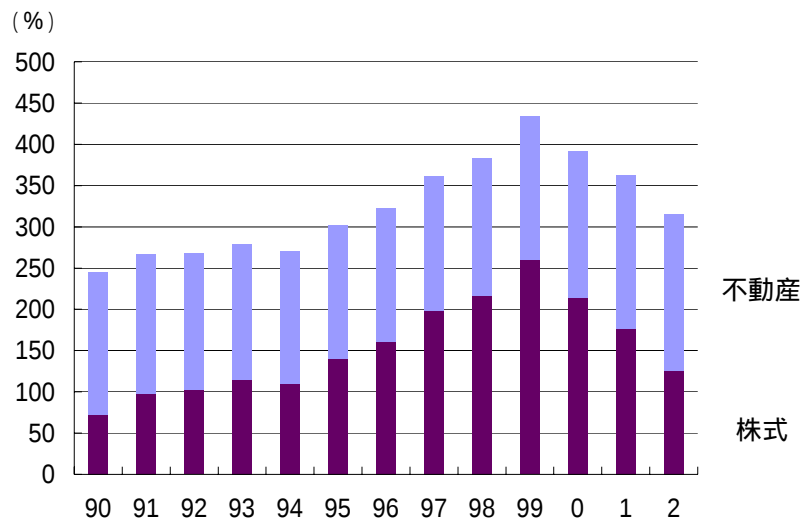
b. 資産の減少

第 2 に、全般的な株価下落による資産の目減りが、家計の消費活動に影響を与えた可能性がある。

2000 年内の株価下落は、主に IT 関連銘柄（ナスダック銘柄）に限定されていたが、2001 年から 2002 年にかけて米国株価は全般的に軟調な展開を示し始めた。このため、家計が保有する株式資産は 2000 年以降、3 年連続で減少した（図表 10）。年間下落幅は 2002 年が最大で、同年末の家計の株式資産はピーク（99 年末）対比で半分以上まで減少した。

ただし、この間、住宅価格の上昇が続いたため、不動産資産については 1 割程度増加しており、これが消費の腰折れを防いだ一因となったと考えられる。

図表 10：家計の株式資産・不動産資産の推移（可処分所得比）



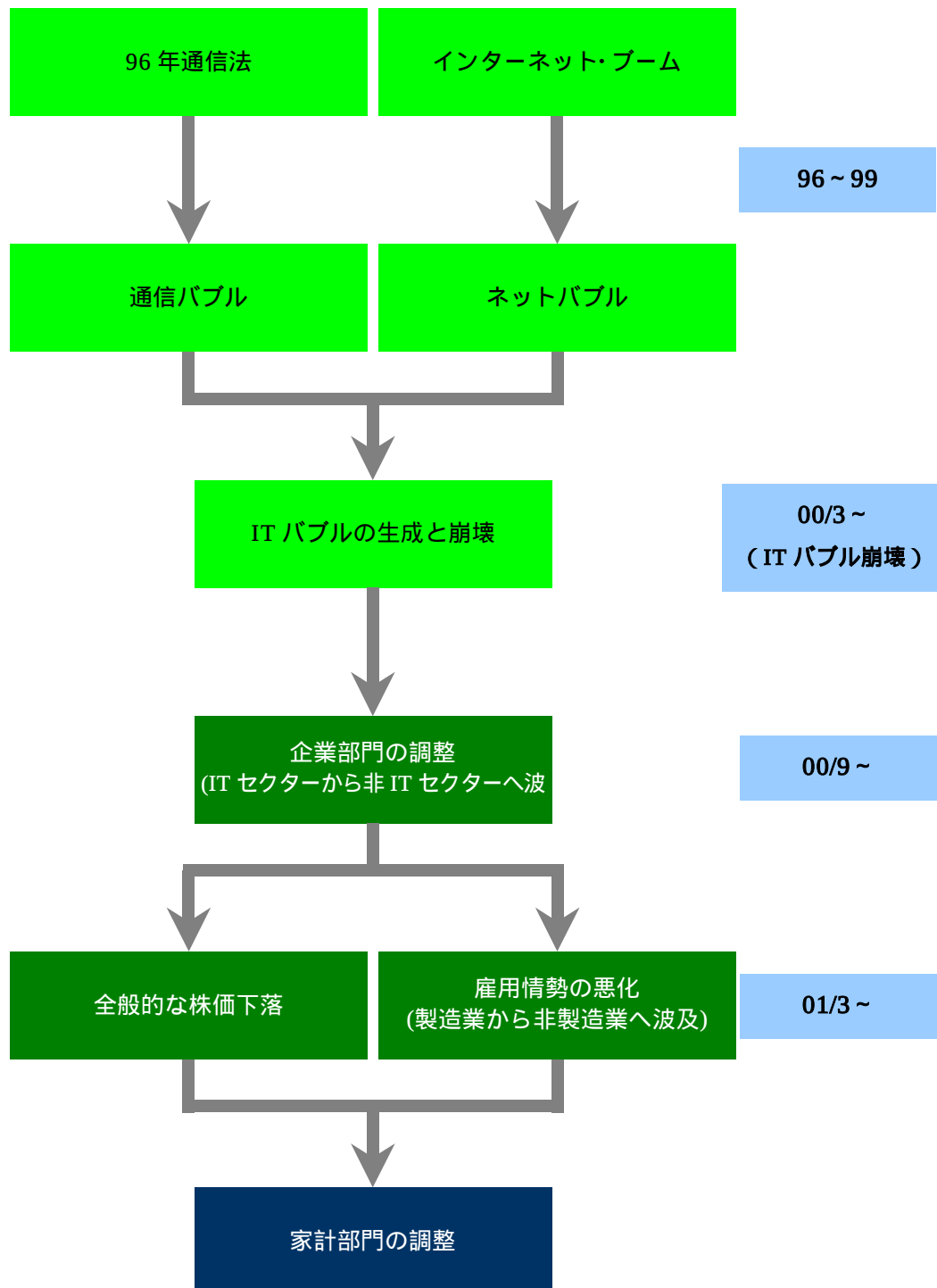
(注) 株式は、間接保有を含む。

(資料) FRB, "Flow of Funds Accounts"

(5) 日本のバブル崩壊と類似

以上、まとめると今回の米経済が景気後退に至る過程は、下図のようにまとめることができる（図表 11）。

図表 11：米国の景気後退メカニズム



(資料) みずほ総合研究所

資産価格の急落をきっかけとしたストック面の調整が景気後退と密接に関係している点では、今回の米国の景気後退は 90 年代の日本におけるバブル崩壊と類似したタイプの景気後退といえることができる。このため、現在の米国を 90 年代初頭の日本経済の姿と重ね合わせて、米経済が長期低迷の時代を迎えるとする見方がある（米国経済の長期低迷論）。

このような現象面の類似性に着目した 90 年代初頭の日本経済とのアナロジーはどこまで有効だろうか。現象面の類似性とは、具体的には以下の諸点である。第 1 に、急上昇した資産価格の急低下が景気減速の引き金をひいた。第 2 に、バブル期に家計・企業が資産と負債を両建てで膨らませたことにより、バブル崩壊後に過剰債務問題が生じた。第 3 に、バブル期に企業の旺盛な投資が行なわれたことなどから、企業の過剰設備問題が発生しており、設備投資の低迷が景気減速を主導した。

確かに 90 年代初頭の日本経済と現在の米国経済には、上記のような類似点が観察されるが、その後の両国経済が同様の過程をたどることを必ずしも意味するわけではない。類似した現象の度合いの相違などを検討する必要がある。

そこで、以下においては、主に景気減速・低迷の根因であるストック面の調整圧力の度合いに着目しつつ、米国経済が日本と同様の長期低迷に至る可能性を検証する。

2. 米国経済の長期低迷リスク

(1) 資産価格の動向

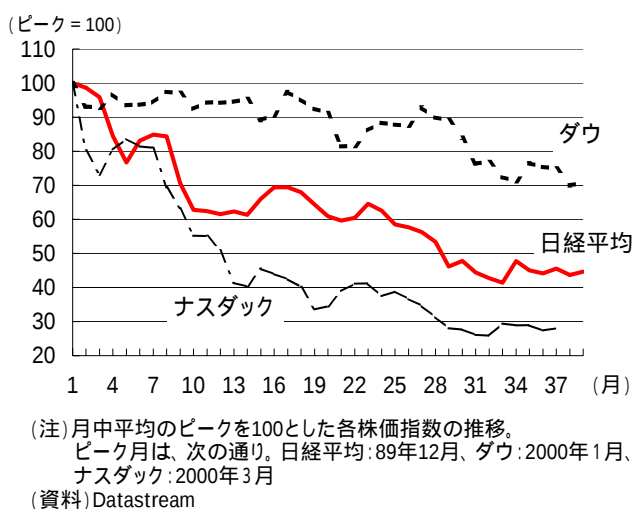
バブル崩壊の影響を考える前に、日米の資産価格の動向について確認しておこう。

a. 日米の資産・景気動向

ピークから3年後の日米の代表的株価指数を比べると、日経平均がピーク対比5割を切る水準まで下落したのに対して、ダウは同7割にとどまっている（図表12）。ただし、ナスダックについては、同3割と日経平均よりも下落幅が大きい。

また、下落ペースを比較すると、日経平均がピークからおおよそ1年の間に約4割下落したのに対して、ダウはピークから2年あまりは底堅く推移した。ナスダックについては、日経平均と同様に約1年で6割下落した。

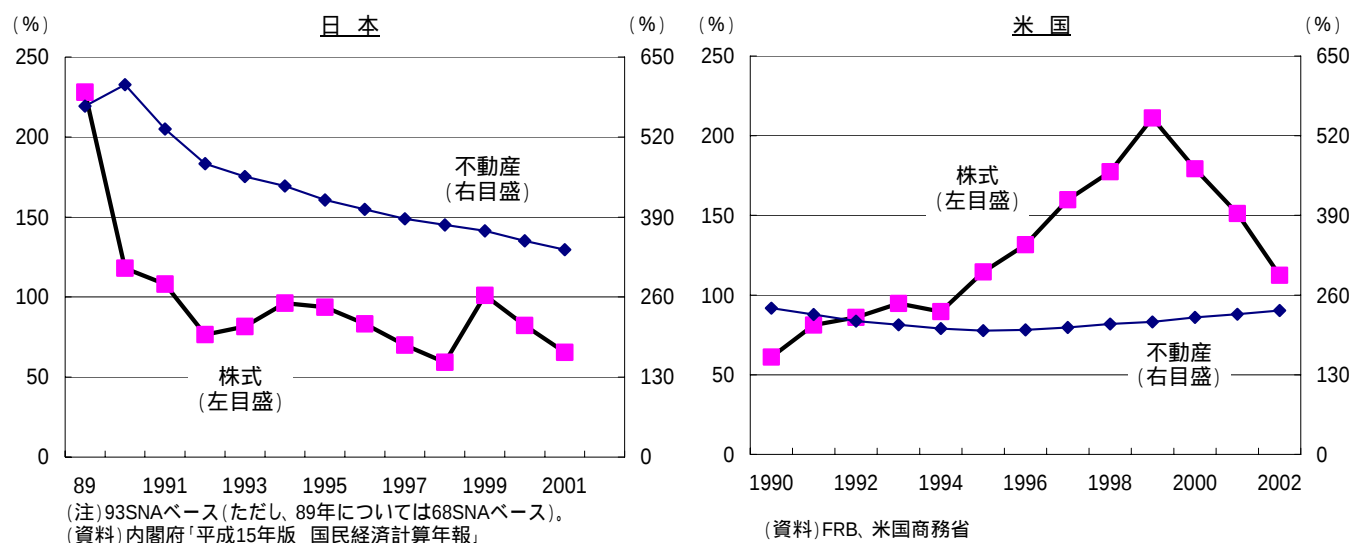
図表 12：バブル崩壊後の日米株価指数の推移



次に、株式時価総額の対名目 GDP 比の推移を日米で比較すると、日米ともにピーク時点の水準は GDP の2倍強だったが、日本がその後1年で半分程度水準まで急減したのに対して、米国では3年かけて半分程度水準まで減少している（図表13）。株価バブル生成と崩壊の程度は日米で同程度と考えられるが、株価バブル崩壊のスピードが日米の間で異なっていた。

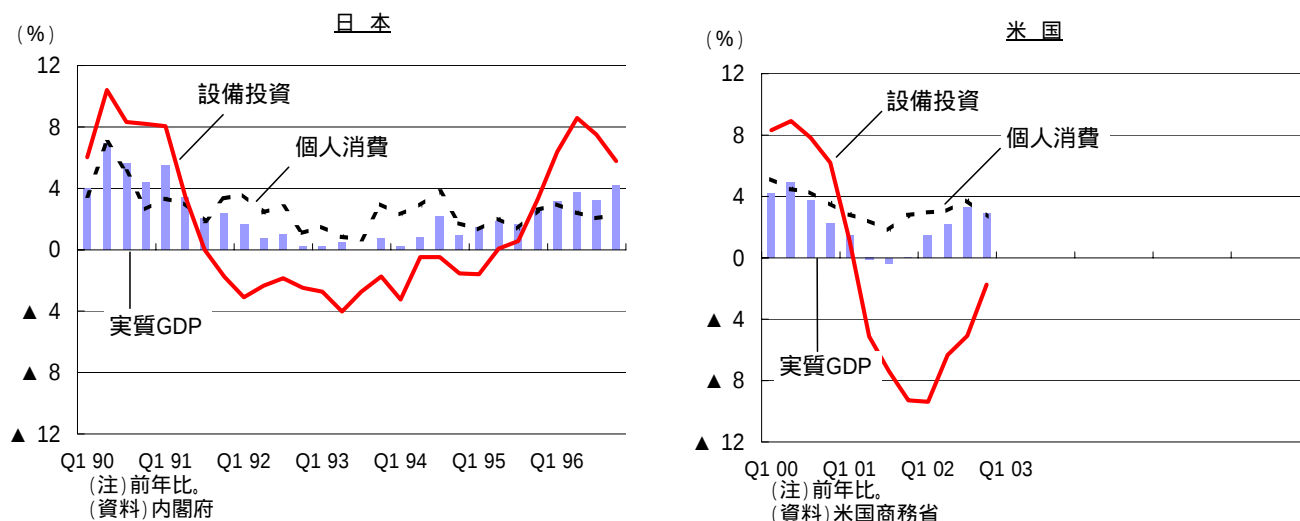
一方、住宅・土地資産の動向は、日米で大きく異なる（図表13）。日本では、株価バブル崩壊から数年のラグをもって土地バブルが崩壊した。この「2つのバブル崩壊」が実体経済に対して深刻な影響を及ぼし続けていると考えられる。しかし、住宅・土地資産の名目 GDP 比の推移を日米で比較すると、米国で住宅バブルが形成された様子はうかがえない。

図表 13：日米の株式資産と住宅・土地資産の名目 GDP 比率



なお、バブル崩壊後の景気動向にも日米の違いがみられる。これまで見てきたように、米国では企業部門の調整がスピーディに実施された。GDP の需要項目別推移をみても、日本と比べて米国の設備投資が急速かつ大きく減少したことがわかる (図表 14)。生産の急ピッチな減少にも表れていたとおり、米国企業部門におけるストック面の調整は日本と比べてはるかに迅速に行われた模様である。

図表 14：バブル崩壊後の日米景気動向



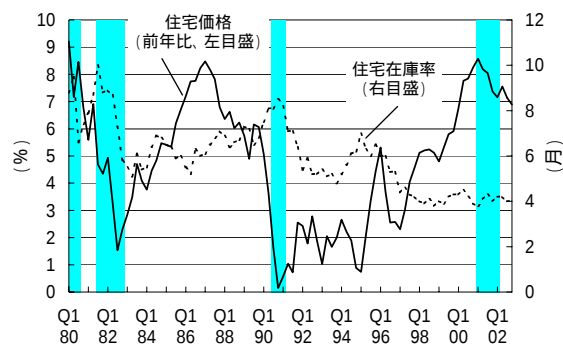
b. 米国の住宅バブル懸念

90年代後半の米国住宅価格が高い伸びを続けたため、米国で住宅バブルが形成されていると考え、その崩壊を懸念する声は根強い。確かに、米国の住宅価格は90年代後半から大きく上昇しており、過去の景気後退局面においては、住宅価格の急騰・急落といった現象が起こっている。

ただし、今回の住宅価格上昇局面における特徴として、住宅在庫率が低い水準で推移している点があげられる（図表15）。ニューエコノミー関連の産業が隆盛した東西両湾岸地域など一部の地域では、ファンダメンタルズから乖離した価格上昇で住宅バブルが形成された可能性も否定できないが、全体でみて米国の住宅市場に需給の著しいインバランスがみられるわけではない。

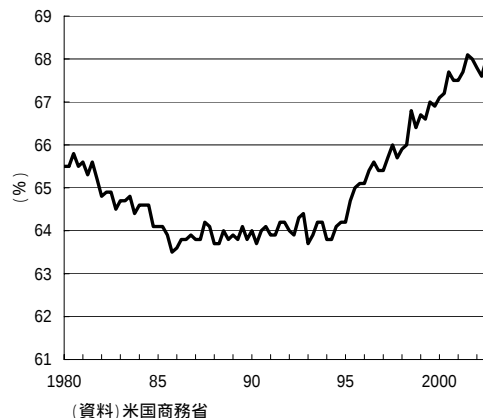
近年の米国における住宅価格上昇の背景としては、税制の変更など制度要因や人口動態要因などによる持ち家比率の高まりが指摘できる¹¹（図表16）。したがって、今後、米国の住宅価格は、伸びが緩やかに低下することはあっても急落に至る可能性は小さいだろう。

図表 15：米国の住宅価格と住宅在庫率



(注) 1. 価格は、同一物件の売買価格データ。
2. シェドウは景気後退期。
(資料) 米国商務省、Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)

図表 16：米国の持ち家比率



(資料) 米国商務省

¹¹ 相吉[2002]など。

(2) 過剰債務問題

a. 家計の過剰債務問題

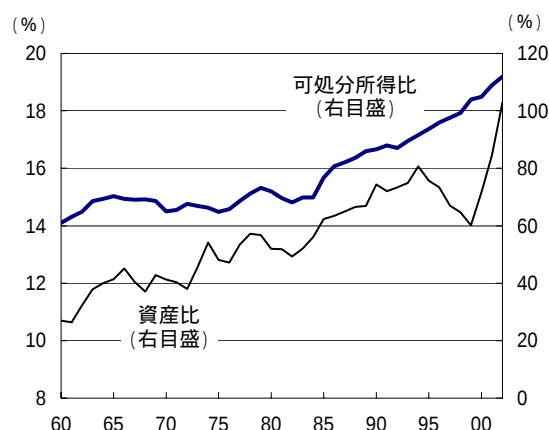
80年代の日本の家計と同様に、米国の家計は資産・負債を両建てで膨らませてきた。負債の積み上がり度合いは、米国家計の方が著しかった可能性が高い。負債残高の可処分所得比(ピーク時)を比べてみると、日本が95%(90年)だったのに対して米国の場合、112%(2002年)に達している(図表17)。

負債が大きく増加する一方で、資産サイドでは株式資産が急減したため、バランスシートが大きく毀損された。このため、2002年以降には、家計の消費性向が低下傾向に転じる(貯蓄率が反転上昇傾向となる)など、個人消費の拡大が抑制されている。今後も、過剰債務の調整圧力から消費が失速することを懸念する見方がある。

ただし、債務の量的側面だけから債務の過剰感を推し量るのは必ずしも適切ではない。この間の債務増加の背景として、金融機関の金融技術発達で家計の資金調達が容易になった点を加味する必要がある。また、債務の中身に注目すると、近年の債務増大の中心がモーゲージであることから、資産(住宅資産の増加)に裏打ちされた債務の増加をもって、必ずしも「過剰」と判断することはできないとの指摘もある¹²。実際に、FRBのサンプル調査結果によると、2001年時点で家計の財務状態が大きく改善しているとの結果が得られている¹³。

家計の過剰債務については、いぜん一定の調整圧力が残ることは確かだが、その度合いは必ずしも大きくないと考えるのが妥当であろう。

図表 17：米家計の負債残高



(注) 資産は、金融資産と実物資産の合計。
(資料) FRB, "Flow of Funds Accounts"

¹² 西川[2003]など。

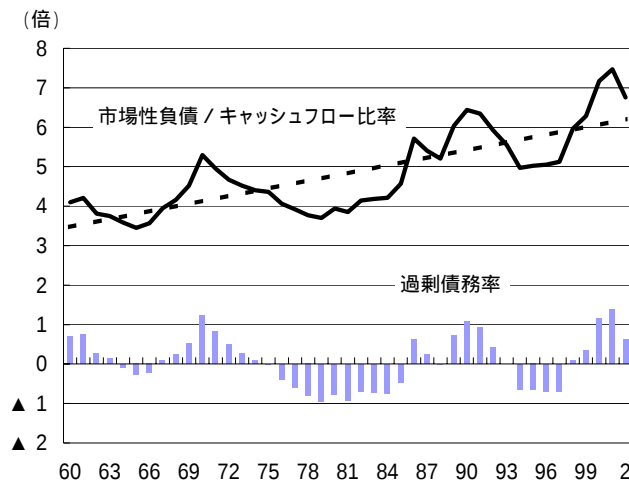
¹³ 所得に占める元利返済負担の割合や延滞比率などの指標。サンプルのうち所得が中央値の家計を対象とした分析で、マクロ統計を用いた分析よりも実態に即した結果が得られている可能性がある (FRB, "Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence from the 1998 and 2001 Survey of Consumer Finances", Federal Reserve Bulletin, January 2003.)

b. 企業の過剰債務問題

企業の過剰債務問題が指摘されることも多い。確かに、債務の量的側面に着目すると、99年から上昇を続けた負債／キャッシュフロー比率が2001年に既往ピークを超えて推移するなど、債務の過剰感が高まった可能性が高い。

ただし、2002年には、企業の負債削減努力により債務の過剰感が大きく和らいでいる可能性がある（図表18）。

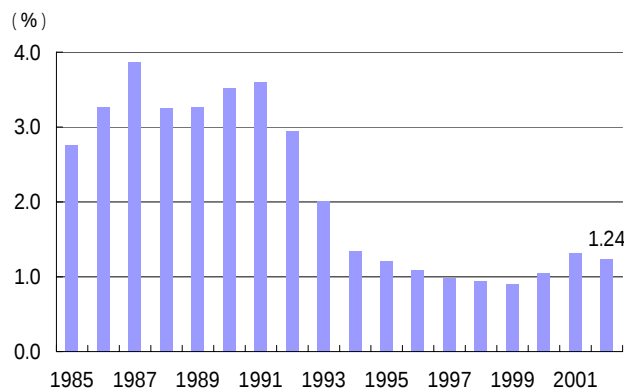
図表 18：米国企業の過剰債務



(注) 農業と金融の各部門を除いた企業につき、Credit Market DebtとInternal Fundsの比率を算出。過剰債務率は、同比率の60年以降のトレンド線との乖離。
(資料) FRB, "Flow of Funds Accounts"

さらに、債務の質的な側面に着目すると、企業の債務は必ずしも「過剰」とはいえないと考えられる。米銀の不良債権比率は、今次景気後退局面に若干高まったものの、依然としてきわめて低水準にあり、足下では再び低下している（図表19）。低金利環境が続いていることが、企業のバランスシート調整圧力を緩和する一因となっていると考えられる。

図表 19：米銀の不良債権比率



(注) 1. 各年末値。
2. 総貸出(gross loans and leases)に対する不良債権の比率。
3. 不良債権(noncurrent loans & leases)は、利払いが90日以上延滞している債権と回収困難な債権。
(資料) FDIC

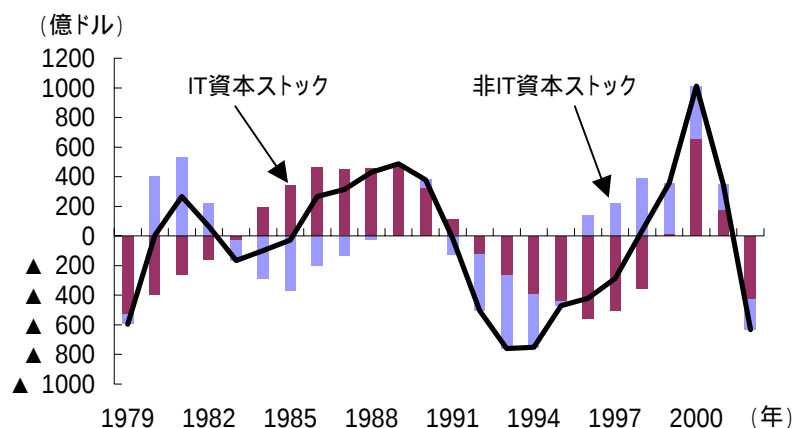
(3) 過剰設備問題

米国企業の設備過剰感（設備の需給ギャップ）について、生産指数と生産能力指数の伸びの差から判断すると、すでに過剰感が解消されていることが示唆された。ここでは、過剰設備の水準自体を一定の方法で推定してみる。

まず、設備の過剰／不足を過去のトレンドから推計される最適資本ストックと現実資本ストックの差として定義する。資本ストック量の決定要因として、相対価格要因と需要見込み要因を措定し、それぞれの要因につき過去の平均的な伸び率の状態を最適資本ストック量と考えた。

試算の結果によると、2000年にIT関連設備を中心に設備過剰感が過去最高水準まで高まっていたことが示される（図表20）。しかし、設備投資の減少が続いた結果、2002年にはIT関連・非IT関連ともに設備の過剰感が解消されているとの結果が得られた。逆に設備の不足感が拡大している様子がうかがえる。

図表 20：米国企業の過剰資本ストック（実質）



- (注) 1. 過剰資本ストックは、現実の資本ストックと最適資本ストックとの差額
(ただし、非IT機械設備は、構築物を除く)。
2. 最適資本ストックは、以下の推計式による。
非IT資本ストック;
$$\ln(K) = 11.30 + 0.84 \cdot \ln(Y) - 0.41 \cdot \ln(P_r/P_w)$$

(41.5) (28.7) (-4.9)
K: 実質純資本ストック (民間非IT機械設備)
Y: 生産指数 (非IT, 1983～2002年の平均伸び率)
P_r: 機械設備投資デフレーター, P_w: 平均時間当たり賃金 (製造業)
adj.R²=0.98、括弧内はt値
IT資本ストック;
$$\ln(K) = 13.05 + 0.24 \cdot \ln(Y) - 0.48 \cdot \ln(P_r/P_w)$$

(14.6) (3.9) (-2.5)
K: 実質純資本ストック (民間IT機械設備)
Y: 生産指数 (IT, 1983～2002年の平均伸び率)
P_r: 機械設備投資デフレーター, P_w: 平均時間当たり賃金 (製造業)
adj.R²=0.99、括弧内はt値
3. 2002年の資本ストック実績値は、当社推計による。
(資料) 米国商務省、みずほ総研推計。

ところで、米国経済全体としてみた場合の過剰設備が解消されたとしても、既述のとおり（5～6頁）、通信セクターに限ると、いまだに多くの過剰設備が残存している可能性が高い。その量については必ずしも明らかではないが、例えば、先述のように地域通信市場における過当競争にともなう過剰投資の結果、2001年時点で敷設されていた光ファイバーのうちで使用されているのは2.6%程度との推計がある（Wall Street Journal, Nov. 4, 2001）。

これら光ファイバー施設などIT関連の過剰設備は、過当競争に敗れ去った通信会社が経営不振や倒産に至ったことによって使用されずに放置されているものである。これらのなかには、需要予測の見誤りや複数企業の重複投資によるものもあると考えられるが、企業の再編が済んだ後には廃棄されずに利用される可能性が高い施設と考えられる。上述のように、米国でIT関連の過剰設備が発生した背景には、制度面の問題（ITに対応した社会インフラ・制度作りの不首尾）があった。これらが改善されれば過剰感が一気に減殺される可能性も否定できないだろう。

この点は、日本における過剰設備と決定的にその性質を異にする点である。日本の場合は、その多くが過剰3業種（建設・不動産・卸小売）と呼ばれた旧弊産業で使われなくなった過去の設備の過剰感であったが、米国の場合は、将来に向けての過剰な投資の結果の過剰設備だった。

3. 「90年代日本型の長期低迷」リスクは小さいが・・・

(1) 日本型の長期低迷に陥る可能性は小さい

今後、米国でもストック面における一定の調整が必要とされようが、以下の理由から 90 年代日本経済のような長期低迷に至る可能性は小さいと考えられる。

a. スtock面の調整圧力が軽微

第 1 に、現在の米国経済においては、これまでみてきたようにストック面の調整圧力が軽微である。

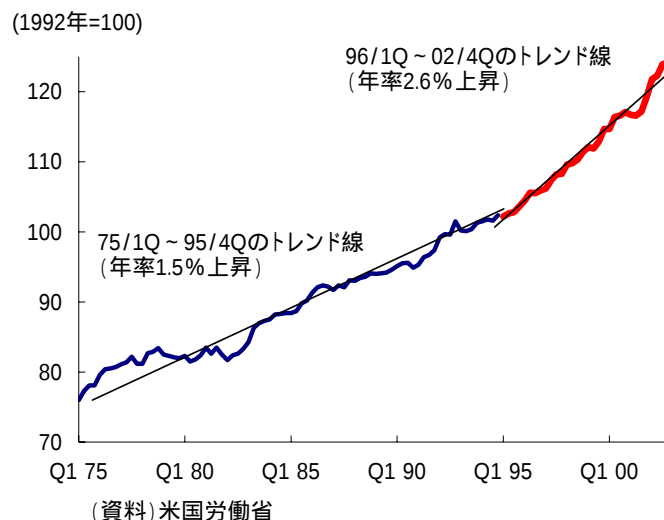
とくに、通信セクターを除いた企業部門の過剰債務、過剰設備は概ね解消されたと判断できる。ただし、企業部門と比べて調整の期間が短く、その度合いがマイルドであった家計部門については、過剰債務による景気下押し圧力が残存している可能性が高い。当面はこれまでのようなマイルドな調整が続く公算が大きいだろう。

b. 生産性の上昇トレンドが維持

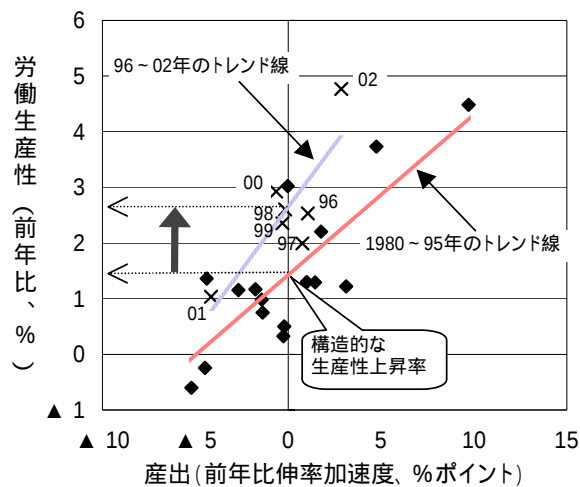
第 2 に、長期的な生産性の上昇トレンドが失われていない。

米国の労働生産性の平均伸び率は、90 年代後半に年率 1% 程度高まった(図表 21)。2001 年まで景気拡大が続いたため、この間の生産性上昇の大半は景気循環要因によるものではないかとの見方もあるが、構造的な労働生産性上昇率(景気循環要因を除いた生産性の伸び率) を取り出してみても、やはり 1% 強程度高まっている模様である(図表 22,23)

図表 21：米国労働生産性の推移（非農業部門）



図表 22：構造的な生産性上昇率



(注) 1. 1980年から2002年のデータをプロット。
2. 産出は前年比伸率の前年差。
(資料) 米国労働省

構造的な労働生産性の伸びが高まった背景には、旺盛な IT 投資による生産性押し上げ効果があったと考えられる。90 年代後半に生産性の伸びが高まった要因として、世界的な盛り上がりを見せた IT ブームの中で、IT 関連の財を生産する産業における需要急増が生産性を押し上げた部分が大いとの見方もあるが、大統領経済報告(2003 年版)の分析では、90 年代後半以降の生産性の伸びの大半は、非 IT 産業における TFP 要因(技術革新など)に起因するとの試算結果が示されている(図表 23)。つまり、同分析の示すところによると、IT を利用する産業における資本効率の上昇が生産性押し上げの主因だったということになる¹⁴。

図表 23：米労働生産性上昇率の要因分解

(単位：年率%、%ポイント)

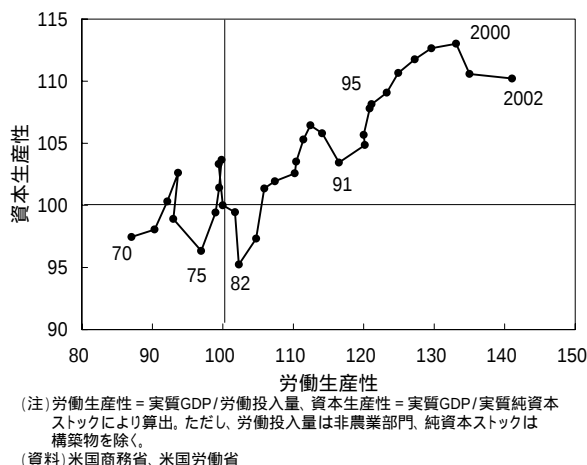
	1973-95 (A)	1995-2002 (B)	加速度 (B)-(A)
労働生産性上昇率	1.39	2.81	1.42
景気循環要因	0.02	-0.28	-0.30
構造要因	1.37	3.10	1.73
資本深化	0.73	1.25	0.52
労働の質	0.27	0.26	-0.02
TFP	0.36	1.57	1.21
コンピュータ産業	0.18	0.31	0.13
それ以外	0.18	1.25	1.08

(資料) "Economic Report of the President", Feb., 2003

¹⁴ ただし、IT 投資の生産性上昇効果を過大視する傾向に疑問を呈する意見も根強い。例えば、Robert J. Gordon, "Hi-tech innovation and productivity growth: Does supply creates its own demand?", Jan. 2003 など。また、加藤涼「近年の米国における技術進歩率の計測」(日本銀行国際局、International Department Working Paper Series 03-J-1)は、IT 投資の生産性上昇効果はかなり限定的であった可能性を定量的に示し、さらに近年の米国経済で TFP が再び低下していることを指摘している。

上述の通り、米国の生産性上昇は、リストラなどによる労働力の効率的な利用のみならず、資本の効率性（資本生産性）の上昇にも負っている（図表 24）。このような生産性の上昇は、企業収益の極端な落ち込みを防ぎ、雇用調整の度合いを緩和すると考えられる。

図表 24：労働生産性と資本生産性の推移

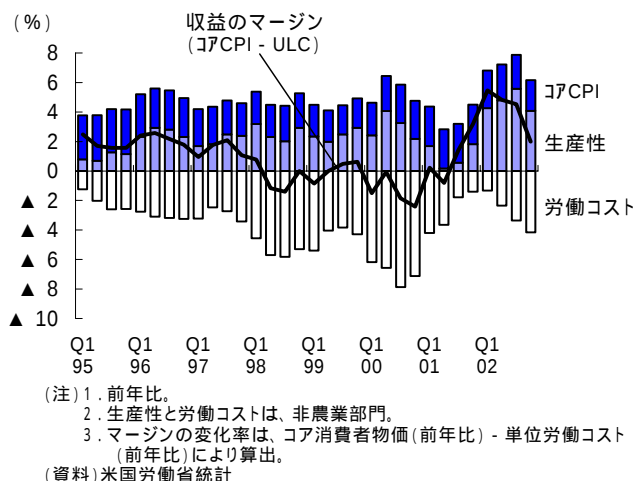


また、生産性の上昇は、昨今の日本経済が直面する最大の問題であるデフレ・リスクを回避するために重要な意味をもつ。

デフレ・リスクとは、市場メカニズムの機能不全から、物価下落と実体経済の縮小が相互に作用し合ってスパイラル的な経済悪化を招く事態を指す。市場メカニズムの機能不全をもたらす要因の一つが、賃金の下方硬直性である。一般に財の価格と比べて賃金は下方硬直的な傾向をもつため、物価下落局面において労働コストが企業の収益を圧迫することで、失業の増大や企業投資の減少がもたらされるリスクがある。

しかし、近年の米国経済においては、労働生産性が高い伸びを持続しているため、労働コスト増による企業収益の圧迫度合いは大きくない（図表 25）。物価上昇率の鈍化傾向が続く中でも、米国の賃金が比較的堅調な伸びを続け、それが株価下落局面にもかかわらず消費の腰折れをもたらさなかった背景には、生産性の高い伸びがあったと考えられる。

図表 25：収益マージンの要因分解



c. 金融部門の健全性維持

第3に、金融部門の健全性が維持されている。

すでにみたとおり、米銀の不良債権比率は歴史的な低水準にある(17頁、図表19)。2002年の米銀の収益は好調に推移し、同年のROAは前年から大きく高まり、記録的な高水準となった(1.31%)¹⁵。

今後、予想外のショック等で景気が著しく落ち込まない限りは、金融面の脆弱性が信用システム不安を惹起するなど景気減速を増幅するような事態は想定し難い。

d. 適切な政策対応

第4に、政府・当局の迅速かつ大胆な政策対応がストック調整などによる景気低迷を未然に防いだ。この点も90年代初頭の日本経済とは大きく異なる点である。

90年代終盤以降の米国経済は、98年のLTCM危機に始まって景気を大きく落ち込ませる可能性のあった事態に何度か直面してきた。そのたびに、FRBは緊急利下げを実施するなど機動的な政策対応で市場の混乱を最小限で食い止めてきた(図表26)。また、政府についても、減税など必要な財政政策による迅速な対応を示してきたといえる。

今後も政府・当局の政策が適切に運営される保証はないが(後述の通り、むしろ懸念材料となりつつある)、少なくともバブル崩壊直後のショック緩和という点では、日本と比較して適切な政策対応がなされてきたと言えよう。

図表 26：迅速かつ大胆な米国の政策対応

	LTCM危機 98/9～12	ITバブル崩壊・景気失速 01/1～8	テロ事件 01/9～12
金融政策	・4か月で計3回、0.75%の利下げを実施 (1度の緊急利下げを含む)	・8か月で計7回、3.0%の利下げを実施 (2度の緊急利下げを含む)	・4か月で計4回、1.25%の利下げを実施 (1度の緊急利下げを含む) ・資金の大量供給を実施 ・株式市場を閉鎖
財政政策		・年内に前倒し執行する 戻し減税を含む大型減税 策を速やかに策定	・テロ対策と復興のための 財政支出を異例の速さで 策定 ・さらに、追加の景気対策を 策定
その他	・奉加帳方式によるLTCM救済		・航空業界の救済

(資料)みずほ総合研究所作成。

¹⁵ これまで見てきたとおり、米国の場合は不動産バブルの崩壊という事態は生じていない。株価バブルの崩壊は、不動産バブルと比べると経済に対する悪影響の度合いが小さく、またその大半が銀行貸出(間接金融市場)よりも直接金融市場に表れる(IMF, “World Economic Outlook”, Apr. 2003 など)。

(2) 「80年代米国型の長期低迷」リスクに要注意

以上みてきたとおり、現在の米国経済が「90年代日本型の長期低迷」に陥る可能性は小さいだろう。主に家計部門におけるストック面の調整圧力が当面の成長抑制要因となるかもしれないが、その度合いは必ずしも大きくないと考えられる。

ただし、別の要因による長期低迷のリスクについては要注意である。

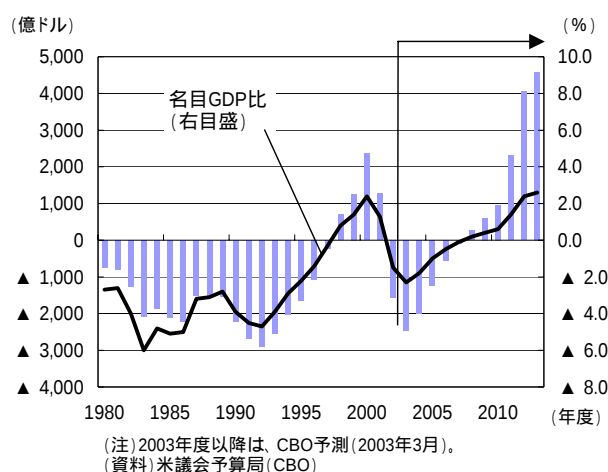
a. 財政悪化の可能性

クリントン政権からブッシュ政権に変わったことで、クリントノミクスの経済戦略は破棄され、新たな理念のもとで政策運営がなされている¹⁶。

ブッシュ政権の経済政策とクリントノミクスの最大の相違点は、財政赤字削減を至上命題とするか否かの点である。2003年年度頭にブッシュ大統領は減税を柱とした大型の経済対策（ブッシュ・プラン）を提案したが、その主なねらいは減税による経済活性化にある。景気刺激効果が税収を増加させることにより財政赤字も縮小するとしているが、目論見どおりに税収が増加するか否かは議論が大きく分かれるところである。

現時点の予測によると、今後の財政収支は赤字を続けるものの縮小傾向となり、赤字の規模は80年代と比較してかなり小さなものにとどまるとみられている。この予測通りであれば、マクロ経済への負の影響も軽微と考えられるが、予測通りに財政収支が改善するかどうかという点について、疑問なしとはしない状況であることも事実である。少なくとも、イラク戦費や復興などともなう支出増大が見込まれる環境下で、政権の思惑通りにブッシュ・プランの実施によって景気が押し上げられたとしても、財政悪化に対する懸念が当面の米経済に重くのしかかる公算が大きい（図表27）。

図表 27：米国の財政収支（実績とCBO予測）



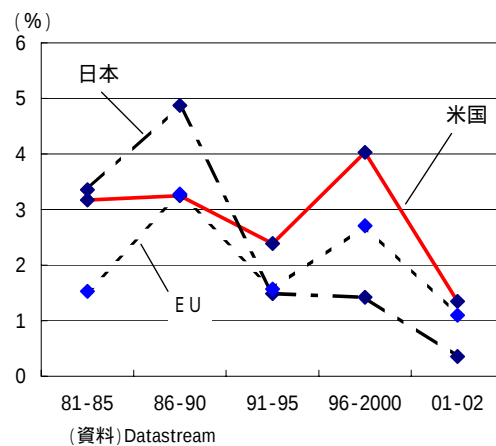
¹⁶ クリントノミクスとは、財政赤字の削減を目指すことで長期金利の上昇を抑制し、民間投資の増大を促すことをねらった政策のこと。ブッシュ政権は、クリントノミクス策定の中心人物の一人がロバート・ルービン元財務長官であったため、このような考え方を「ルービノミクス」と称して批判した。2002年終わりから2003年始めにかけて、「ルービノミクス」をキーワードとした経済政策論争が盛り上がった。論争の中身については、中西健夫『ブッシュ政権のルービノミクス批判 財政規律と長期金利の関係』

b. 対米資本流入減少の可能性

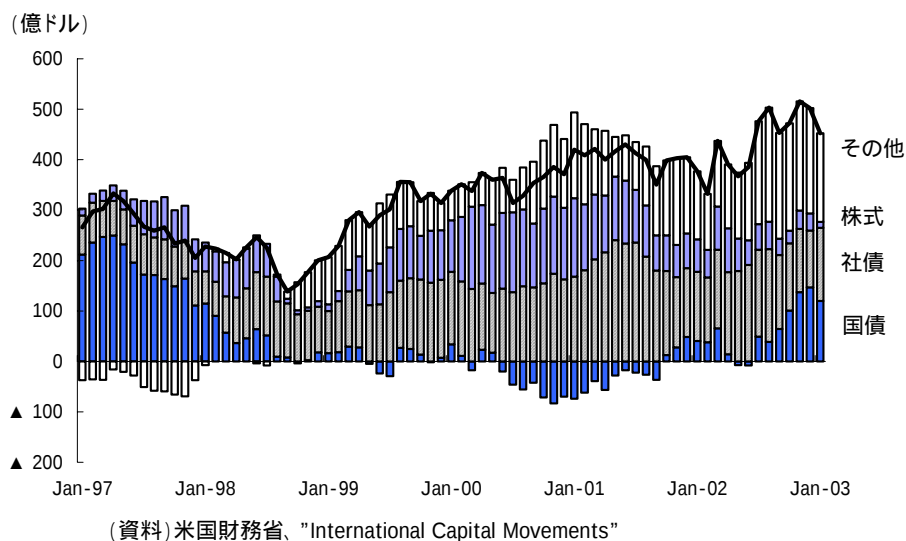
90年代後半の世界経済は、主要先進国の景気が冴えない中、ニューエコノミーを謳歌していた米経済一人勝ちの状況が続いた（図表 28）。世界的な IT ブームを米国企業が先導したこともあって、米国に対する資金流入が集中し、それが米金利低下と株価押し上げの一因となって、米国経済の成長における好循環形成に寄与してきたと考えられる。

2001 年以降、世界的な不況進行により景気格差は大きく縮小したが、足下までの対米資金量入は堅調に推移している（図表 29）。ただし、その太宗を占めるのは国債などへの「質への逃避」資金であって、株式や社債などへの資金流入が大きく減少している。この背景として、米国経済（企業）に対する相対的な成長期待の縮小を指摘することも出来よう。

図表 28：日・米・欧の実質経済成長率



図表 29：対米純資本流入の推移（6 カ月移動平均）



今後は、米国に遅れて他の先進国でも IT 投資の果実（生産性の向上）がもたらされる可能性があるため、相対的な米国経済の優位性は低減する傾向にあるだろう。この結果、少なからず米国に対する資金集中という状況が変化していく可能性が高いと考えられる。今後、米経済が著しく低迷することはなかったとしても、90 年代後半のような米国に対する資金集中の構図が変容し、より分散的な国際資金フローの構造が形成されるのではないだろうか。

このような国際資金フロー構造の分散化は、世界経済にとってはリスク分散が図られるなど健全化への動きと捉えるべきだろう。ただ、米国経済にとっては、90 年代に形成された有利な環境が失われる意味を持つ。

以上の 2 つの点から示唆されるのは、米金利の上昇圧力の高まりである。米国経済がこれまで同様に強いファンダメンタルズを維持する限りは、金利の急騰を視野に入れる必要性は低いと考えられるが、米国経済に対する信認が失われた場合に米国からの資金流出が起こりやすい環境になっている。財政赤字拡大懸念などから金利の上昇圧力が高まった場合、経済成長の原動力である投資の拡大が阻害され、「双子の赤字」に苦しんだ 80 年代レーガン政権期に類似したパターンでの経済低迷がもたらされる懸念がある。

【参考文献】

- ・ 相吉宏二「米国住宅市場にみられる構造変化」みずほ US リサーチ、No.5、2002 年 4 月 24 日
- ・ アンソニー・パーキンス、マイケル・パーキンス「インターネット・バブル」（斉藤精一郎・監訳、日本経済新聞社）、2000 年 4 月
- ・ 小野亮「急増するテレコム向け不良債権」みずほ US リサーチ、No.29、2002 年 11 月 1 日
- ・ 海外投融資情報財団「欧米通信事情と IT バブル崩壊後の現状」JOI、2002 年 11 月号
- ・ 清水憲人「米国の通信業界はなぜ行き詰まったのか」InfoCom ニュースレター、2003 年 4 月
- ・ 中西健夫「90 年代米国経済の構造変化とは」国際金融 1052 号（2000 年 9 月 15 日）
- ・ 西川珠子「米国家計貯蓄率の行方」みずほレポート、2003 年 4 月 10 日
- ・ 米国商務省「デジタル・エコノミー2002/2003」（室田泰弘・編訳、東洋経済新報社）、2002 年 6 月
- ・ 本間雅雄「米国の通信産業の危機から何を学ぶか」InfoCom ニュースレター、2002 年 10 月
- ・ 安井明彦「不透明感の残る米テレコム規制改革の影響」みずほ US リサーチ、No.39、2003 年 3 月 10 日
- ・ Council of Economic Advisers, “ Economic Report of the President ”, February 2003
- ・ FDIC, “ Quarterly Banking Profile ”, March 2003