

# 「日本化」がアメリカン・ドリームを脅かす

みずほ総合研究所 経済調査部長

矢野和彦

米国の住宅バブル崩壊と調整長期化は、日本以上に住宅資産価値の持続的な右肩上がりを前提とする成長メカニズムをもつ米国経済に打撃を与えている。さらに所得格差・資産格差の拡大が、問題の深刻化に拍車をかけている。米国の強みとされる経済社会のダイナミズムが脅かされつつあるが、それこそが米国の「日本化」リスクの本質だ。

去る8月5日、格付機関スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）が米国債の格下げ（AAA→AA+の1段階格下げ）を発表した。世界でもっとも信用力が高いとされる米国債の史上初の格下げと前後して、昨年来欧米メディアを中心に語られるようになった、米国の「日本化現象（ジャパナイゼーション）」があらためて注目を集めている。

メディアや市場で語られている「日本化現象」が意味するところは様々だ。去年は、米国が日本と同様のデフレに陥るのではないかと、との懸念が日本化現象を巡る議論の中心だった。それが最近では、日本と同様の経済の長期低迷を指して「日本化」と呼ぶケースや、さらには政治的な混迷に対する懸念などを指して、幅広い側面から「日本化」のリスクが語られている。

以下では、米国の「日本化」の意味合いについて、バブル崩壊を契機とする住宅市場の長期低迷とそれに伴うバランスシート調整圧力が、米国の強みであった持ち前のダイナミズムを脅かしつつあるのではないかと、という視点から考えてみたい。

## バブル崩壊後の日本が経験した「住宅の含み損問題」に直面

米国の住宅市場は、2005年末辺りをピークに調整局面入りしてから既に6年近く経過した現在も、まだ低迷から抜け出せないでいる。14%超の高水準で高止まりを続ける空き家率が示すように、住宅ストックの調整はいまだに目処がつかず、これが住宅投資の回復を阻み、住宅価格下落の長期化をもたらしている。そうしたなかで現在、米国全体で1,000万件超に上る住宅ローンが「アンダーウォーター」、すなわち住宅の資産価値が住宅ローンの残債を下回る「含み損」状態にある。「住宅の含み損問題」は、バブル崩壊後のバランスシート調整を経験した日本でも深刻な社会問題となったが、米国でも今、全く同じ問題に直面しつつある。

住宅市場の低迷長期化は、米国の経済社会にとって極めて重いインプリケーションを持つ。というのも、米国はある意味、日本以上に住宅資産価値の持続的な右肩上がりを必要とする経済社会構造の下で成長してきた、といっても過言ではないと思われるからだ。

米国が持つ強みのひとつは、人や企業の高いモビリティ（可動性）にあり、それは米国経済のダイナミズムを生み出す源泉のひとつでもあった。人々は新たな職場や居住地を求め、また企業は安価な立地コストや人件費に注目し、新たな地へと移動する。その移動に対する抵抗感は、日本と異なり移民の国である米国では元来、極めて小さい。そして人々が新たな地に移り住み、企業が新たな地でビジネスを展開することで、住宅や病院、学校が建ち、イノベーティブな起業や企業の集積も進み、新たな人口集積地が生まれる。たとえば住宅バブル崩壊以前の近年では、南西部のアリゾナ州やネバダ州、あるいは山岳地域に属するアイダホ州、ユタ州などが、そうした例をある意味具現化し、「元気の源」としての役割を果たした代表的な地域だった。そして、こうした米国民の高いモビリティを支える重要な前提条件のひとつが、実は「住宅資産価値の右肩上がり」というファクターだった。

米国民は、一生のうちに何度も家や土地を住み替え、ライフステージに応じて住宅を徐々にグレードアップしていく。そしてリタイヤとともに、より安価で老後の生活に不自由のない程度の小さな住宅への住み替え（ダウンサイジング）によって蓄積された資産価値を「キャッシュアウト（現金化）」し、老後の生活資金を確保するというパターンが一般的だ。右肩上がりの住宅価格と新築住宅市場の5倍もの規模がある中古市場の存在が、そうした米国民のライフステージ・モデルを支え、同時に、米国人の高い可動性と住宅買い替えに対する行動パターンが中古住宅市場の高い流動性を支えるとともに住宅価格の右肩上がりメカニズムを正当化するという相互連関的な関係にあったといえる。

この意味で、住宅価格の右肩上がりのメカニズムは、米国経済の強みであるダイナミズムを支える源泉のひとつでもあったが、住宅価格下落の長期化は、そうした前提条件を崩すことになった。住宅価格の下落持続と膨大な含み損の存在によって、将来設計が狂うばかりか、新天地への移動そのものも困難な状況に追い込まれる米国民が増大した。つまり、住宅バブル崩壊と調整長期化によって、米国のダイナミズムをもたらす源泉のひとつが失われかけている、ともいえるのである。

## 経済再生への道筋をめぐる政治も世論も分裂

さらに深刻なことに、住宅バブル崩壊によって結果的にババをつかまされたのは、主として中低所得層だった。ニューヨークのウォール街から瞬間に全米へと広がり、今なお続く抗議デモは、（政治的に利用されたポピュリズム運動との指摘もあるが）所得格差拡大に対する米国民の不満の高まりの表れといえる。住宅バブル崩壊に伴うバランスシート調整というストック面からの圧迫は、フローの所得低迷とともに家計の痛みを増幅し続けており、それが中低所得層の不満を一層強めることにつながっている。

振り返ると昨年9月、上下両院合同経済委員会は「所得格差とグレートリセッション（大不況）」と題するレポートを作成した。同レポートは所得が伸び悩む中で否応なく借り入れ需要を高めた中低所得層、所得増大とともに有り余る資産の運用先を求めた富裕層、そして両者をつなぐ触媒となったサブプライムローンやエキゾチックな証券化商品をはじめとする金融仲介ツールという構図が、過剰な信用とその裏返しである債務膨張をもたらしたとの認識を示し、著しい所得格差の存在が、米国経

済を不安定化させる一因だったと指摘している。危機後に話題を集めたシカゴ大学のラグラム・ラジヤン教授の著書『フォールト・ラインズ (邦題「大断層」)』の主たるメッセージも基本的に同じだった。

加えて米国では今、所得格差の拡大が、経済の不安定化要因という観点のみならず、長期的な米国の成長力をそぐ要因にもなっているのではないかとの見方も広がりつつある。伝統的な経済学では、労働や貯蓄へのインセンティブ促進などの点から、所得格差の存在は経済成長にとってはある意味「必要悪」でもあるとされてきた。そして米国では伝統的に「結果の平等」よりも「機会の平等」が重視されてきた。だが、こうした認識が今、徐々にではあるが確実に変化しつつある。所得格差には経済成長にとってマイナス要因に転じる臨界点があり、米国ではその臨界点を越えたのではないかと、この見方が経済学者の間でも語られつつあるのだ。

その中で、米国では総じて不人気な所得再分配政策にも、これからは目を向けるべきだとの主張も聞かれるようになってきた。他方で、2010年の中間選挙で共和党大躍進の原動力ともなった保守派のポピュリズム運動である「ティーパーティー運動」は、こうした認識とは正反対に近い、極端なまでの小さな政府志向を掲げる。しかしいずれも、戻らない雇用、長引く経済低迷、そしてそれに対して有効な手を打ちだせない政治に対する不満の高まり、信頼感の低下がもたらしたものである点では共通している。

バブル崩壊後の日本でもそうだったように、景気回復を実感するためのメルクマールとしては、バブル期のピークに近い好況状態への回帰がイメージされがちだ。だが、バランスシート調整が続き、かつ金融危機のトラウマが残るなかで各経済主体のビヘイビアは構造的に変化している。カンフル剤による一時的な景気回復は長続きしない。このため政治や政策への不信は否応なく高まることになる。バブル崩壊からの経済再生の道筋について、米国内でも今、世論は分かれ、政治は対立を深めている。

## 日本化は「デフレリスクの高まり」「経済の長期低迷」だけではない

米国の「日本化」を考えると、思い浮かぶ事象は多岐にわたる。企業行動の保守化、資金仲介機能の脆弱化、競争力に対する自信の揺らぎ、中小企業や地域経済の疲弊、政府頼みとポピュリズム的なストップ・ゴー政策の広がり、政治に対する不満の高まり等々、確かに多くがバブル崩壊後に日本が直面した（そしてなお現在も抱え続けている）問題と類似している。

つまり、米国の「日本化」が意味するところは、必ずしも「デフレリスクの高まり」だけを指し示しているのではなく、また一口に「経済の長期低迷」というシンプルな言葉で全てを表しきれものでもないだろう。実際、オバマ政権もバブル崩壊後の日本と似た問題に米国が直面しつつあることに強い危機感を抱いており、今年の大統領経済報告では中小企業問題に丸々1つの章を割り、企業のイノベーションや地域クラスターにおける新規起業、産官学連携などを強力に支援していく姿勢を打ち出している。

前述したように、住宅市場の低迷長期化は、米国経済社会の「モビリティの低下」を通じて、地域経済における人口・企業の集積や新たな雇用創出、イノベーションの活発化といった様々な活力源を奪い去ることにつながり得る。米国が、本来の強みである経済社会のダイナミズムを失ってしまうところが、米国の「日本化」リスクの本質といえるのではなかろうか。（了）