

Ⅱ. 米国経済見通し ～2007、2008年景気拡大持続～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

- 米国経済は金融市場混乱の悪影響が懸念されているが、これまでのところ住宅部門を除けばその影響は限定的である。個人消費は、良好な所得環境を背景に堅調に推移している。企業部門も、キャッシュフローの増加や稼働率の上昇を背景に設備投資が再び拡大ペースを速めている。物価面では、CPIコアの前年対比上昇率は高止まりしているが、加速はしていない。
- このような経済情勢のもと、金融市場の混乱を受けFRBは8月17日に景気の下ぶれリスクがかなり高まったとリスク判断をインフレから景気に大きく変更した。さらに、金融市場の混乱の悪影響が実体経済に波及していることが確認されれば利下げで対応することも示唆した。
- 実質GDP成長率は2007年前年比+2.0%、2008年同+3.0%が予想される。サブプライム問題により銀行の住宅ローンの融資基準が厳格化されたことや住宅在庫率が高止まりしていることから住宅投資の低迷は続くと思込まれる。一方で、所得の拡大基調、金利の低下、企業の販促拡大等によって個人消費は底堅く推移すると予想される。また、アジアを中心に海外経済の好調が続くとみられ、輸出は高い伸びを維持しよう。設備投資は経営者のマインドの悪化から一旦鈍化する可能性があるものの、高い稼働率、潤沢なキャッシュフロー、銀行の企業向け融資基準が厳格化されていないこと、社債などの金利が低下していることなどから、堅調さを維持すると見込まれる。
- FRBは金融市場の混乱を受け予防的に利下げを数回実施する可能性があり、景気を下支えする要因になると見込まれる。

資料1 米国経済成長率予測表(前年比)

(%)

暦年	名目GDP	実質GDP		個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需	輸出		政府支出
		内需							輸出	輸入	
2000	5.9			3.7	(4.5)	4.7	8.7	0.8	(▲0.1)	(▲0.9)	8.7
2001	3.2	0.8	(1.0)	2.5	▲4.2	0.4	(▲0.9)	(▲0.2)	▲5.4	▲2.7	3.4
2002	3.4	1.6	(2.3)	2.7	▲9.2	4.8	(0.4)	(▲0.7)	▲2.3	3.4	4.4
2003	4.7	2.5	(3.0)	2.8	1.0	8.4	(0.0)	(▲0.5)	1.3	4.1	2.5
2004	6.6	3.6	(4.4)	3.6	5.8	10.0	(0.4)	(▲0.7)	9.7	11.3	1.4
2005	6.4	3.1	(3.3)	3.2	7.1	6.6	(▲0.2)	(▲0.2)	6.9	5.9	0.7
2006	6.1	2.9	(2.9)	3.1	6.6	▲4.6	(0.1)	(▲0.1)	8.4	5.9	1.8
↓											
2007	5.0	2.0	(1.6)	2.9	4.2	▲15.3	(▲0.3)	(0.4)	6.9	2.4	1.7
2008	5.4	3.0	(3.2)	2.8	7.8	▲6.2	(0.2)	(▲0.2)	7.8	6.9	2.1

予測

(注) カッコ内は寄与度。

(出所) 米商務省、予測は第一生命経済研究所。

1. 2007年+2.0%、2008年+3.0%成長に

2007年の米国経済は個人消費が底堅く推移するものの、住宅需要の大幅な減少等により実質GDP成長率は前年比+2.0%に減速すると予想する。2008年の実質GDP成長率は、住宅投資の減少幅縮小、設備投資の拡大によって同+3.0%が予想される（資料1）。ただし、金融市場の混乱が長期化すれば銀行の融資基準がさらに厳格化され景気が下ぶれるリスクがある。

2. 金融市場混乱は年内に一旦終息

春先には一旦落ち着き始めていたサブプライム問題はヘッジファンドの損失拡大をきっかけに、6月以降に急速な広がりを見せ、ABS（資産担保証券）とCDO（債務担保証券）市場だけでなく、信用市場や株式市場にまで悪影響を与えている。欧州、日本を含むアジアの金融機関やファンドなどもここ数年米国ABSやCDOへの投資を活発化していたために、サブプライム問題の影響は世界的に広がっている。さらに、8月には信用不安から銀行間の金利やCP市場の金利も上昇している。

金融市場の混乱が長引けばそれだけ経済への悪影響が大きくなるが、政府によるサブプライム層の救済策や、監督当局が銀行・サービサー（債

権回収業者）に対して差し押さえを抑制するように指導したことによって、今後米住宅市場に対する過度に悲観的な見方は徐々に後退しよう。

一方、金融市場が混乱するなかで、金利が低下しているが、これは家計・企業の返済負担を抑制する。また、社債市場でも金利水準は低いものにとどまっており、資本コストの低下に繋がろう。このように信用収縮によるマイナスの影響を金利の低下などが緩和する形で、景気の拡大が持続する公算が大きい。

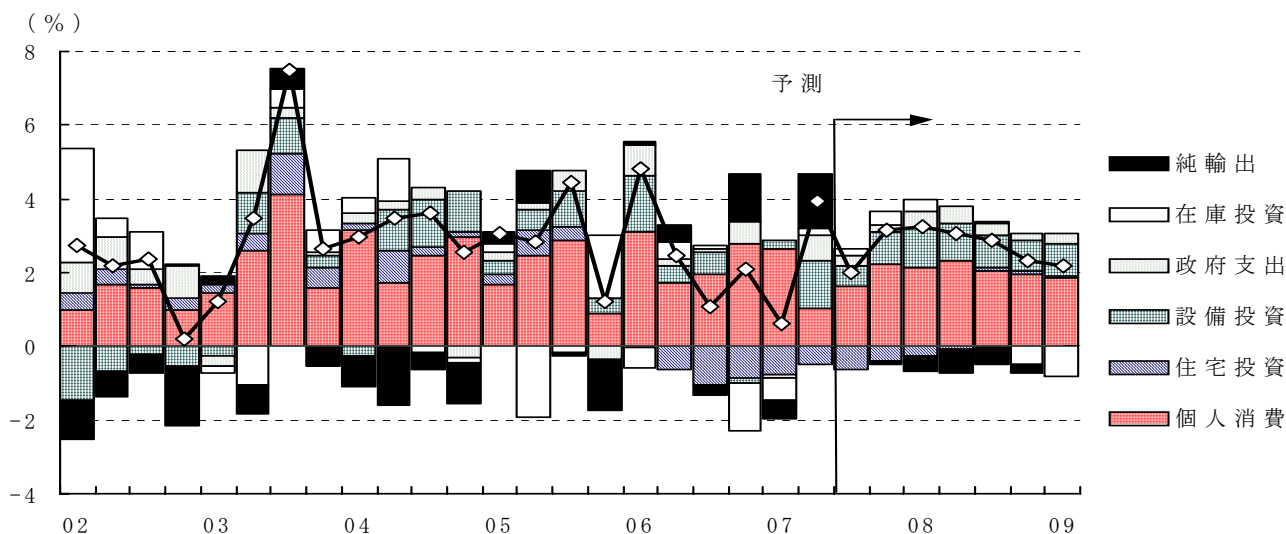
しかしながら、2008、2009年にサブプライム向け住宅ローンの金利リセットが増加するため延滞率・債務不履行率が想定以上に上昇するリスクがある。この時に再び信用不安が高まるようであれば成長ペースが下ぶれるリスクがある。

3. 景気は政策対応もあり拡大基調持続

2007年7-9月期の実質GDP成長率は、住宅投資の低迷持続、設備投資の減速が予想され、前期比年率+2%台半ばに減速するだろう。

しかし、2007年10-12月期以降は政策対応によって金融市場の混乱も徐々に落ち着くとみられること、2008年8月の北京オリンピックに向けて関連需要の拡大と、これを期待する在庫の積み増しなどを背景に海外景気の拡大ペースが加速し、

資料2 米国GDP成長率寄与度分解(前期比年率)



(注) カッコ内は寄与度。

(出所) 米商務省、予測は第一生命経済研究所。

輸出の拡大が期待できることから、潜在成長率（2.8%）程度の成長が続くと見込まれる（資料2）。

4. 個人消費は緩やかな拡大

部門別の動向では、個人消費は緩やかな拡大が見込まれる。8月の非農業部門雇用者数は前月比で減少したが、調査週の天候悪化に加えて、調査週が昨年から1週間後ずれしたため夏期休暇の影響を受けたとみられ、一時的な動きと考えられる。さらに、雇用統計よりも安定している週間失業保険申請件数（4週間移動平均）は8月も低水準で推移したことから、雇用の拡大基調に変化はないと判断される。

今後も、雇用は金融部門での押し下げ圧力が続くことで拡大ペースが抑制されるものの、需要の強い他のサービス部門での増加によって、拡大基調を維持しよう。加えて、賃金の上昇等により可処分所得の拡大ペースは堅調さを維持すると予想される。

資産効果を見ると、住宅ローンの貸し出し基準の厳格化、変動型住宅ローンの金利上昇によって住宅販売の低迷が長引くと予想される。さらに、住宅の在庫率が高い水準にとどまっていることから、当面は住宅投資の減少が続くと見込まれ、住宅価格の上昇ペースも2008年は鈍化傾向を辿るだろう。このため、住宅資産からの資金調達の増加ペースも減速し、2008年は消費の押し上げ効果の減退は避けられないであろう。一方、企業業績の拡大、金利の低下、自社株買い等を背景に株価は堅調に推移するとみられ株のキャピタルゲインの増加が期待される。所得の拡大も考慮すると個人消費は前年比+3%程度の緩やかな拡大を続ける公算が大きい。

5. 設備投資は一旦鈍化も堅調さを維持

2007年4-6月期の設備投資は前期比年率+11.1%に加速したが、足下では、金融市場の混乱によって経営者マインドが悪化していること、金融機関の業績悪化によって情報化投資が抑制されることによって一旦鈍化が見込まれる。

しかし、設備投資の先行指標である非国防資本

財受注・受注残（除く航空機）は高水準を維持しており、設備投資の停滞は一時的なものになり、2007年、2008年も基本的には堅調さを維持するとみられる。

設備投資需要を支える要因として①今回の景気拡大局面で設備投資が抑制されてきたため設備に過剰感がないこと、②コスト削減圧力の高まり、などが挙げられる。また、資金面からみても①業績の拡大ペースが2007年に鈍化するものの金融資産の拡大もありキャッシュフローは潤沢な状態が続くこと、②株価の上昇、③低い金利水準等、投資を行いやすい環境が続こう。

6. CPIコアは前年比+2%前後で推移

足下2007年7月のPCE（個人消費支出）コアデフレーターは前年同月比+1.9%と鈍化傾向にあるが、FRBが物価安定と考えるレンジ（前年比+1%~同+2%）の上限にとどまっている。

賃金面では労働生産性の低下によりULC（単位労働費用）は高い伸びとなっている。今後も低い失業率を背景とした賃金の上昇が予想されるが、労働生産性の鈍化が見込まれ、ULCは比較的高い伸びが続く公算が大きい。

一方、輸入面をみると、世界的な価格競争の激化等によってエネルギーを除く財の輸入物価は抑制され、前月比でほぼ横ばいにとどまっている。今後も競争環境に大きな変化は起こり難いとみられ、輸入面からのインフレ圧力はエネルギー、原材料に限られるだろう。需給面からも、景気が緩やかな拡大になると予想されることから、需給ギャップの縮小は限定的なものにとどまろう。

価格動向に大きな影響を与える競争環境は、アジア・中南米等からの安価な製品が引き続き流入する状況にある。このような中では、原材料価格や労働コストが上昇しても価格転嫁は難しく、財価格は緩やかな上昇が見込まれる。一方、高齢化による医療サービス価格の上昇等で、2007年、2008年とPCEコアデフレーターは前年比+2%前後の伸びが見込まれる。

7. 政策金利は市場に配慮

FRBは金融市場の混乱を受け、予防的に利下

げを数回実施する可能性がある。金融市場の混乱がどの程度拡大し、いつ頃終息するかによって政策変更の幅は変わってこよう。しかし、基本的には金融市場は年内に徐々に落ち着くと見ている。政府によるサブプライム層の救済策の実施や、監督当局による銀行・サービサーに対する差し押さえを抑制するように指導したことによって米住宅市場に対する過度に悲観的な見方は後退しよう。F R Bは年末までに政策金利を4.75～4.50%

まで引き下げると予想されるものの、市場の過度に悲観的な見方が後退してそれ以上の利下げは行わないと見込まれる。

また、2008年は経済成長が潜在成長率を小幅上回って推移するものの、信用の見直しの動きによってスプレッドが拡大したままとなる可能性があること、サブプライム向け住宅ローンの金利リセットの影響を緩和する必要があることから、F R Bは政策金利を据え置く公算が大きい。

かつらはた せいじ（主任エコノミスト）