

Ⅱ. 米国経済見通し ～失速回避も拡大ペースは鈍化～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

- 米国経済は金融市場混乱、エネルギー価格急騰等の影響を受け減速している。家計部門では銀行の融資基準の厳格化によって住宅投資の大幅な減少が続いていることに加えて、例年よりも気温が高いことによる衣料品販売の落ち込み、ガソリン価格急上昇の影響で個人消費が小幅減速している。企業部門では、経営者マインドの悪化によって設備投資を先送りする動きが強まっている。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。FRBは合計75bpの利下げ後、一旦は景気・インフレリスクをほぼ中立としたが、その後の金融市場の混乱を受け再びリスク判断をインフレから景気に大きく変更したとみられる。
- 実質GDP成長率は2007年前年比+2.2%、2008年同+2.6%を予想する。2008年の実質GDP成長率予想は、前回リスクとみていた金融市場の混乱長期化が現実のものとなっていることに加えて、エネルギー価格が高い水準で推移すると予想されるため、前回の同+3.0%から下方修正した。
- 2008年前半も住宅投資の低迷が続き、個人消費や設備投資の拡大ペースも緩やかなものに留まるとみられる。一方で、2008年8月の北京オリンピックに向けて関連需要の拡大期待による在庫積み増しなどを背景に世界的な景気拡大が見込まれる。このため、輸出が景気を下支えし、景気は潜在成長率(+2.7%)を下回るものの失速には至らないと予想される。
- 2008年後半には、利下げ等による銀行の収益下支え効果から融資基準の厳格化に歯止めがかかり住宅投資は緩やかに増加しよう。一方、オリンピック終了に伴うハイテク関連での需要鈍化から世界的な景気減速が予想され、基本的には潜在成長率(+2.7%)を下回る成長が続くと見込まれる。
- FRBは金融市場の混乱が続くもと、利下げを継続しFFレートを3.75~4.00%まで引き下げる可能性が高い。

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	13.1	2.1
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	4.9	2.2	(1.7)	2.8	4.6	▲16.5	(▲0.2)	(0.5)	8.0	2.2	2.0
2008	4.8	2.6	(2.4)	2.3	6.4	▲12.6	(0.2)	(0.2)	8.4	5.1	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+2.2%、2008年+2.6%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+2.2%に減速すると予想される。2008年の実質GDP成長率見通しは、前回リスクとみていた金融市場の混乱長期化が現実のものとなっていることに加えて、エネルギー価格が高い水準で推移すると予想されるため、前年比+2.6%と前回8月見通しの同+3.0%から変更した(資料1)。なお、今回の下方修正後も、金融市場の混乱が一段と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さらに下振れるリスクがある。

2. 年半ばまでは金融市場の混乱が続く

2007年8月に拡大した金融市場の混乱はFRBの利下げによって10月には一旦落ち着き始めていた。しかし、証券の評価見直しに伴い銀行など金融機関の損失が予想された以上に拡大したこと、FRBが10月31日のFOMC以降にインフレ警戒スタンスを強めたことをきっかけに、信用不安が再燃した。

今後も、サブプライム向け変動型住宅ローン(ARM)の金利見直しが2008年8月にかけて高水準で推移するため延滞率・債務不履行率の上昇が続くとみられる。このため、住宅ローンを裏付

けに発行された証券の価格下落や格下げに伴う評価見直しによって、金融機関の収益が悪化し、信用不安が強まる可能性がある。

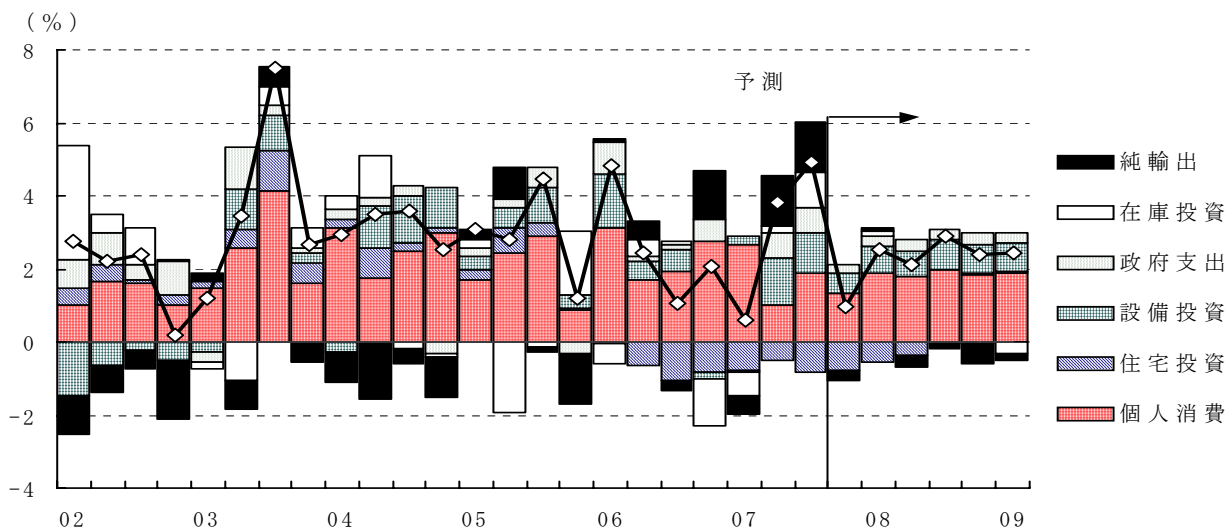
もつとも、2008年前半にかけて予想されるFRBの利下げを背景に今後は銀行の収益環境の改善が見込まれる。また、この頃にはサブプライム向けARMの金利見直しに伴う債務不履行率の上昇ペースも統計上で徐々に把握できるようになり、その後の推移が見通し易くなるだろう。

さらに、混乱を収束させるべく様々な対応策が検討され始めている。まず、米政府がサブプライム向けARMの金利見直しを数年先送りするなどの対策を実施する可能性がある。そうなれば、債務不履行率などの上昇ペースは抑制されるだろう。また、SIV(金融機関が作った投資組合)を救済するための基金であるスーパーSIVが2007年中に設立される見通しで、サブプライムと関係のない金融商品の投売りは回避されるようになるだろう。これらの対策などを背景に2008年半ばまでには先行き不透明感が払拭され、金融市場が落ち着きを取り戻すと予想される。

3. 景気は拡大ペース鈍化も失速は回避

景気への影響では、2007年7-9月期の実質GDP成長率は、住宅投資の大幅な減少が続くもと、純輸出の押し上げ、個人消費の加速、設備投資の

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。

拡大によって前期比年率+4.9%に加速した。しかし、2007年10-12月期には、サブプライム問題による収益悪化を背景に銀行の融資基準がさらに厳格化されることによって、住宅投資は大幅な減少が続くと見込まれる。消費はガソリン価格の上昇などによる消費者マインドの悪化を背景に鈍化しよう。さらに、経営者マインドの悪化によって設備投資が減速、在庫投資も抑制されると予想される。

2008年前半も住宅投資の低迷が続き、個人消費や設備投資の拡大ペースは緩やかなものに留まると見込まれる。一方で、2008年8月の北京オリンピックに向けて関連需要の拡大期待による在庫積み増しなどを背景に世界的には景気の拡大基調は持続しよう。このため、輸出が景気を下支えし、景気は潜在成長率を下回るものの失速には至らないと見込まれる。

2008年後半には、利下げ等による銀行の収益下支え効果から融資基準の厳格化に歯止めがかかり住宅投資は緩やかに増加しよう。一方、オリンピック終了に伴うハイテク関連での需要鈍化から世界的な景気減速が予想されるため、これまで景気を下支えてきた輸出は鈍化するだろう。こうした世界的な景況感の悪化が米国経済の成長ペースを抑制する要因となり、基本的には潜在成長率(+2.7%)を下回る成長が続くと見込まれる(資料2)。

4. 住宅部門は年央に下げ止まる可能性

部門別の動向では、住宅部門では07年4月以降、延滞率の上昇に伴う銀行の融資基準厳格化によってローンを受け難くなったため、購入用ローン申請が増加しているにもかかわらず、住宅販売は減少している。足元では住宅販売価格の下落、金利の低下、所得の拡大など住宅購入環境はやや改善しているが、モーゲージ市場の混乱、銀行の住宅ローン融資基準の厳格化が続いており、住宅販売の増加に繋がっていない。

これまでの経験から、銀行の住宅ローン融資基準が緩和の方向に向かうと住宅販売は増加する。そのため、住宅販売が下げ止まるには銀行の収益が改善する必要があるといえる。収益の改善には

手数料収入の拡大に加えて、収益の60%以上を占める金利関連収入の増加が必要であり、長短スプレッド(長期社債利回り-F F実効レート)が順イールドの状態になることが重要である。FRBが積極的な利下げを継続することで先行きの景気回復期待が強まれば、長短スプレッドは2008年1-3月期にもプラスに転じる可能性が高い。そうなれば、4-6月期には銀行の融資基準の厳格化に歯止めがかかり、年央にも住宅販売や、同じ動きをする住宅建設、住宅価格が前期比で下げ止まると見込まれる(2008年年間ではマイナス)。

5. 個人消費は底堅さを維持

2008年の個人消費を取り巻く環境をみると、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が、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。

資産効果では、2008年の住宅価格は前述したように下落が続くため、住宅資産を担保とした資金調達減少し、2008年の消費を押し下げる要因となろう。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底堅く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+2%台に鈍化するものの、緩やかな拡大が続く公算が大きい。

6. 設備投資は鈍化も底堅さを維持

2007年7-9月期の設備投資は前期比年率+9.4%と好調さを維持したが、足下では金融市場の混乱を受けた経営者マインドの悪化、金融機関の業績悪化を背景とした情報化投資の抑制によって設備投資の鈍化が見込まれる。

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、2008年4-6月期には緩やかに拡大ペースが加速するとみられる。

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、投資を行い易い環境が続こう。

7. CPIコアは前年比+2%前後で推移

足下2007年10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%）の上限に留まっている。

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に留まるだろう。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。

8. FRBはリスク管理から利下げ継続

FRBは金融市場の混乱を受け、リスク管理を重視し、金融市場の混乱が拡大している状況では積極的な利下げを継続する姿勢を強めている。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、前述の通り、基本的には金融市場は2008年半ばまでに徐々に落ち着くと見ており、FRBの利下げも当面続こう。FRBは2008年1-3月期にかけて、政策金利を3.75～4.00%まで引き下げると予想する。

金融市場が落ち着いた後も、2008年中は経済成長が潜在成長率を小幅下回って推移すること、信用の見直しの動きによってスプレッドがある程度拡大したままとなる可能性があること、住宅価格下落やサブプライム向けARMの金利見直しの影響を緩和する必要があることから、FRBは利上げを実施することはなく、政策金利は据え置かれる公算が大きい。

かつらはた せいじ（主任エコノミスト）