

Ⅱ. 米国経済見通し ～景気対策で一旦加速も資産価格下落が成長を抑制～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

- 実質GDP成長率は2008年+1.8%、2009年+2.3%成長が予想される。
- 2008年1-3月期の景気は金融市場の混乱、融資基準の厳格化、エネルギー価格の上昇等によって停滞すると予想され、マイナス成長の可能性もある。
- 4-6月期には税還付によって個人消費が持ち直し、7-9月期には景気対策を受け個人消費、情報化投資が加速、GDP成長率も一旦回復しよう。しかし、10-12月期、2009年前半には減税効果の剥落、不動産資産残高の減少による個人消費の鈍化、減税を受けた歳出の抑制、北京オリンピックの終了に伴う世界的なIT部門での世界的な在庫調整、景気対策で加速した情報化投資の反動減などによって、成長ペースが鈍化すると見込まれる。2009年後半には世界的なIT部門の調整終了に伴う需要拡大が見込まれる。また、住宅価格の下落幅縮小、雇用・所得の増加ペース加速を背景に個人消費の拡大ペースが速まり潜在成長率を上回る成長ペースへの回復が予想される。
- 以上のように、総額1680億ドルの景気対策は2008年の成長率を押し上げ、下振れリスクを緩和する効果が期待されるが、金融機関のバランスシート調整や資産価格の下落に歯止めがかからない限り一時的な成長率の押し上げに終わる可能性が高く、本格的な回復は2009年後半になると予想される。
- FRBはリセッション懸念が強まるもと2008年前半に2.00%まで利下げを行うと見込まれる。
- リスクとしては、モノラインの格下げ、地方銀行・ヘッジファンドの破綻等による金融市場混乱の深刻化のほか、エネルギー・原材料価格の上昇持続が挙げられよう。

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		輸入	政府支出
		内需	寄与度						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	(1.6)	2.9	4.8	▲17.0	(▲0.3)	(0.6)	8.0	1.9	2.0	
↓ 2008	4.8	1.8	(1.2)	1.8	4.0	▲19.5	(▲0.1)	(0.6)	7.1	1.3	2.2	
2009	4.8	2.3	(2.3)	2.2	3.4	▲0.9	(0.1)	(▲0.1)	7.2	5.9	1.5	

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. 金融機関のバランスシート調整長期化

サブプライム問題をきっかけとした信用収縮の動きは広がりを見せている。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月に一旦落ち着き始めた。しかし、証券の評価見直しに伴う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、F R Bが10月31日のF O M C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、L I B O R (ロンドン銀行間取引市場金利) が上昇するなど、金融市場が混乱した。F R BがT A F (ターム・オークション・ファシリティ) を創設し潤沢な資金を供給したことなどによってL I B O Rは落ち着いたものの、年明けにはリセッション懸念、モノラインの格下げから株価が急落した。この間、F R Bは大幅な利下げを実施したにもかかわらず、証券化商品の格下げ、A B X指数の低下、信用スプレッド(10年国債利回りー社債利回り)の拡大など、金融市場の混乱が拡大、金融機関の業績は大幅に悪化している。また、モノラインの格下げ・格下げ懸念から地方政府関係機関が発行するA R S (入札金利証券)の発行金利が急上昇するなどサブプライムと直接関係ない市場に悪影響が拡大している。

今後は、政府のサブプライム対策によってサブプライム向け変動型住宅ローン(A R M)の金利見直しは一部の金利が固定されるため、延滞率の上昇ペースは抑制されるものの、サブプライムよりは信用度の高い人向けのA R Mの金利リセットが続くことや、雇用環境が悪化することを背景に住宅ローンの延滞率・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。

格下げの続くサブプライム関連証券での損失拡大に加えて、プライム関連証券、C D O (債務担保証券)の価格下落・格下げが続くとみられる。これらの損失拡大によって、保証を行っているモノライン(金融保証会社)の資本不足懸念、モノラインのさらなる格下げリスクがある。モノラインが格下げされれば、モノラインが保証している地方債、C D Oなども格下げされるため、金融機関、投資家の損失が拡大する。また、商業不動産市場でも価格が下落し始めており、関連証券での損失が拡大する可能性が高い。ほとんど引き当て・損失が計上されていないC M B S (商業用不動産ローン担保証券)などサブプライム向け住宅

ローン以外を裏づけとした証券での金融機関の損失拡大が見込まれる。このため、金融機関のバランスシート調整は長期化すると予想される。

ただし、2008年前半にかけてのF R Bの大幅な利下げ、金融機関での巨額な損失計上によって年後半には徐々に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A R M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実施・検討されている。2007年12月6日にはブッシュ政権がサブプライム向けのA R Mのリセットを5年間先送りするなどのサブプライム層救済策を決定。さらに2008年2月12日に住宅ローンが焦げ付いても30日間差し押さえを猶予する借り手救済策を公表した。このため、債務不履行率などの上昇ペースは抑制されるだろう。これらの対策などを背景に2008年後半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。

2. 4—6月期以降金融政策、景気対策の効果

景気の急速な悪化、信用収縮の強まりを受け、F R Bは昨年9月以来合計225bpの大幅な利下げを実施し、米政府は総額1680億ドルの景気対策を決定した。F R Bの大幅な利下げによって短期金利は低下したものの、信用創造の担い手である商業銀行がバランスシート調整を行っているため利下げの効果が出難くなっている。さらには、投資家・金融機関のリスクテイク能力の低下によって、信用スプレッドの拡大が続いており、金利が上昇している証券もある。そのため、F R Bはアナウンスメント効果や金融機関のバランスシート調整を下支えするために2008年前半に大幅な利下げを実施し、その後も低金利を維持すると予想される。

景気対策では総額1680億ドル(個人向け戻し減税が1170億ドル、企業向け減税が510億ドル)の景気対策は一時的に成長率を押し上げよう。個人向け減税に関するアンケート調査によると約42%を消費に使うとされ、小切手の送付が行われ

る4-6月期、7-9月期の個人消費が押し上げられると見込まれる。2008年の個人消費を約0.5%ポイント押し上げよう。

企業向け減税では、2008年中に行われる新規の設備投資額の50%まで減価償却を拡大、中小企業は最高25万ドルまで認められる。このため、投資減税の効果が出易い情報化投資が7-9月期、10-12月期に駆け込み的に急増すると見込まれ、2008年の設備投資を3.7%ポイント押し上げよう。以上のことから程度の差はあるが景気対策によって2008年は4-6月期以降、10-12月期にかけて成長率が下支えされると予想される。

3. 一時的な回復局面があるものの2009年前半にかけて低成長持続

昨年からの金融市場の混乱が長期化し信用収縮が続いていること、エネルギー・原材料価格の上昇等によって2007年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.6%と7-9月期の同+4.9%から大幅に減速した。信用収縮による住宅投資の大幅な減少が続く中、個人消費、設備投資が減速した。加えて、不振の続く米自動車メーカーが在庫削減を行ったため在庫投資が減少した。

2008年入り後もサブプライム問題の広がり等による金融機関の業績悪化、融資基準の厳格化を背景に住宅部門の一段の悪化が続いている。これらの影響により、雇用の拡大ペースが鈍化、さらにエネルギー・食品価格の上昇等によって実質購買力が低下、消費者マインドも大幅に悪化しており、個人消費の先行き不透明感が強まっている。他方、企業部門でも景況感指数などマインド系の統計が悪化している。このような状況を受け米国経済が既にリセッションに入った、或いは今後陥るとの見方が強まっている。

2008年1-3月期には、ドル安やエマージング経済の好調持続によって外需がプラス寄与を続けよう。一方、家計部門ではサブプライム問題による収益悪化を背景とした銀行の融資基準厳格化によって住宅投資は減少幅が拡大すると見込まれる。個人消費は、可処分所得の拡大ペース鈍化、信用収縮、マインドの悪化、住宅価格・株価

の下落、エネルギーや食品価格の高止まり等を背景に大幅な減速が予想される。加えて、企業部門では、エネルギー・原材料価格の上昇、融資基準の厳格化、経営者マインドの悪化を受け設備・在庫投資は鈍化すると見込まれる。以上のことを勘案すると2008年1-3月期の実質GDP成長率は2007年10-12月期の前期比年率+0.6%に続く低成長、あるいはマイナス成長となる可能性がある。

4-6月期には実質所得の伸び鈍化、住宅価格の下落が見込まれるが、景気対策による税還付が開始されることから、個人消費の持ち直しが見込まれる。さらに、輸出の堅調、輸入の鈍化により外需もプラス寄与を維持しよう。一方、住宅投資の減少基調が続くほか、設備投資は企業景況感の悪化、融資基準の厳格化等を背景にマイナスに転じると見込まれ、4-6月期の実質GDP成長率も低成長が予想される。ただし、税還付による消費の拡大は景気下振れ懸念を一旦払拭しよう。

7-9月期には景気対策を受け個人消費、情報化投資が加速、住宅投資の減少幅縮小によって、GDP成長率も高まろう。しかし、10-12月期には減税効果の剥落による個人消費の鈍化、減税を受けた歳出の抑制、北京オリンピックの終了に伴う世界的なIT部門の調整を背景に減速が予想される。

2009年前半も不動産資産残高の減少等による個人消費の緩やかな拡大、IT部門での世界的な在庫調整、2008年末にかけて景気対策で加速した情報化投資の反動減が見込まれ、再び成長ペースが鈍化すると予想される。2009年後半には世界的なIT部門の調整終了に伴う需要拡大が見込まれる。また、住宅価格の下落幅縮小、雇用・所得の増加ペース加速を背景に個人消費の拡大ペースが速まり潜在成長率を上回る成長ペースへの回復が予想される。

以上のように、総額1680億ドルの景気対策は2008年4-6月期、7-9月期中心に成長率を押し上げるものの、金融機関のバランスシート調整や資産価格の下落によって一時的な成長ペースの加速に終わる可能性が高く、2009年前半に再び減速する公算が大きい。

かつらはた せいじ (主任エコノミスト)