

Ⅱ. 米国経済見通し ～住宅価格の下落で 2008 年中回復感の乏しい状況～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

○実質 GDP 成長率は2008年+1.5%、2009年+1.7%と潜在成長率を大幅に下回る低い成長が予想される。住宅価格が底打ちするのは2009年半ばとみられ、消費の抑制、金融機関のバランスシート調整長期化など景気押し下げ圧力は2009年半ばまで残存しよう。総額1,680億ドルの景気対策も一時的な成長率の押し上げに終わる可能性が高く、本格的な回復は住宅価格が上昇に転じる2009年後半以降になると予想される。一方、経済に過剰感が小さいこと、金利が低位で推移することを背景に景気の底割れも回避できよう。また、エネルギー、原材料、食品価格の高止まりが続く可能性があるものの、これらのインフレ圧力は消費、投資などの最終需要を抑制する要因となるためコアインフレの加速は回避され、FRBが早期の利上げに追い込まれる可能性は小さい。

○FRBが様々な流動性供給策を導入したため流動性不足による金融機関の倒産リスクは縮小した。一方でサブプライム向けARMでの差し押さえの増加、それらを裏付けとした証券価格の下落によって金融機関の資産劣化が続いている。このため評価損の金額が増加しているが、各金融機関は資本調達を行うことで信用不安の一段の高まり、貸出の急激な削減を回避している。引き続き評価損・実現損の計上が必要な状況のもと、商業銀行の4-6月期決算が公表される7月に再び信用不安懸念が高まる可能性があるが、これまでの当局の対応、金融機関による資本調達によって、2008年1月、3月のような深刻な信用不安の再燃は回避されよう。

○当局の追加の対応や金融機関の資本調達により、深刻な信用不安の再燃は回避されれば、景気対策を背景に7-9月期にはGDP成長率は一旦加速しよう。しかし、その後は、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、北京オリンピックの終了に伴う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、2009年前半にかけては、成長ペースが鈍化すると見込まれる。景気に回復感がみられるのは2009年後半になるだろう。世界的なIT部門の調整終了に伴う需要拡大、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。

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	4.9	2.2	(1.6)	2.9	4.7	▲17.0	(▲0.3)	(0.6)	8.1	1.9	2.0
↓ 2008	4.0	1.5	(0.9)	1.8	3.1	▲22.2	(▲0.1)	(0.7)	6.2	0.6	2.0
2009	4.2	1.7	(1.8)	1.9	3.2	▲7.9	(0.0)	(▲0.1)	5.1	4.6	1.4

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. 08年+1.5%、09年+1.7%の低成長に

総額1,680億ドルの減税による景気対策、大幅な利下げにもかかわらず、金融市場混乱の長期化と拡大、エネルギー・原材料・食品価格の上昇及び、高止まり、住宅など資産残高の減少等によって2008年の実質GDP成長率は前年比+1.5% (2007年同+2.2%)に減速すると予想される(原油価格の前提値: 08年1バレル=118ドル、09年1バレル=115ドル)。

2007年9月以降、合計3.25%の大幅な利下げが実施されているが、サブプライム関連での損失拡大によって金融機関のバランスシート調整が深刻化しているため、その効果が出難くなっている。また、減税による景気対策も住宅価格の下落、所得の拡大ペース鈍化を反転させることはなく、成長率の一時的な押し上げにとどまる可能性が高い。四半期ベースで見ると、エネルギー価格の上昇、金融市場の混乱拡大やマインドの悪化を背景に4-6月期の景気は低迷が続くものの、7-9月期は景気対策によって上向くと予想される。

2009年は、住宅価格の下落や金融機関のバランスシート調整が続くこと、2008年の景気対策の反動等によって個人消費、設備投資が年前半に停滞するとみられることから、実質GDP成長率は前年比+1.7%と緩やかな成長にとどまると予想される(資料1)。

2. 最悪期は脱したが信用不安再燃リスク

米大手投資銀行ベアスターンズの救済、金融機関の評価損計上がピークを付けたとの見方の台頭、流動性不足対策の拡充、また市場が懸念したほど実体経済が悪化していないことを示す経済指標の公表などを受け、3月以降、一部の金融市場は落ち着きを取り戻した。

金融市場の混乱に伴う流動性不足に対して、FRBは様々な流動性供給策を導入した。RMB S (住宅ローン担保証券) と国債とのスワップ、プライマリーディーラーへの直接的な流動性供給対策などである。これらの政策で流動性不足による金融機関の倒産リスクは低下した。一方で、一定期間後に金利がはね上がるサブプライム向けARM (変動型住宅ローン) での差し押さえの増加、それらを裏付けとした証券の価格下落によって金融機関の資産劣化が続く中、迅速な金利引き下げや政策対応でも資産劣化を食い止めるには至っていない。このため評価損が増加しているが、各金融機関が資本調達を行うことで信用不安の一段の高まり、貸出の急激な削減は回避されている。

引き続き評価損・実現損の計上が必要な状況のもと、再び信用不安懸念が高まる可能性があるが、これまでの当局の対応や追加の対応、金融機関による資本調達によって、2008年1月、3月のような深刻な信用不安の再燃は回避されよう。

3. 深刻な景気後退回避

深刻な信用不安の再燃が避けられれば、景気も深刻なりセッションは回避できそうだ。2008年1－3月期の実質GDP成長率は前期比年率＋0.9%とマイナス成長は回避したが、純輸出と在庫投資によって押し上げられており、実質国内最終需要は91年10－12月期以来初めてマイナス成長となった。住宅については、銀行の融資基準厳格化によって需要の落ち込みは過去最大となり、住宅価格も下落幅が拡大している。しかし、過去のりセッション時と比較すると、バブルが崩壊した住宅部門以外での需要縮小は限定的なものとなっている。

2002年以降の景気拡大局面で企業は雇用や設備、在庫投資を抑制してきたため、これらの過剰感は過去の景気後退時に比べてかなり小さい。

在庫調整圧力が軽微なもと、エマージング諸国・資源国向けの輸出が好調を続けているため、生産活動の落ち込みは限定的だ。ISM（米供給業者協会）製造業・非製造業景気指数でも、拡大縮小の分岐点である50前後で下げ止まっており、底堅く推移している。

また、設備投資についても、景気の先行き不透明感の高まりを受けた経営者マインドの悪化によって足元で減少しているが、投資に先行する耐久財受注は足元で増加に転じるなど、本格的な調整の兆候はない。

政策面からの下支えもある。利下げのペースが速かったことに加えて、財政政策がタイムリーに行われており、既に総額1,680億ドル（個人向け戻し減税が1,170億ドル：2008年の個人消費を約0.5% p押し上げ、企業向け減税が510億ドル：2008年の設備投資を約3.7% p押し上げ）の景気対策が動き出している。まず、所得減税に伴う税還付が4月28日から6月にかけて行われるため、4－6月期の可処分所得は1,160億ドル増加し、4－6月期、7－9月期の個人消費を押し上げるだろう。また、2008年に限定された投資減税によって、年後半には過剰なストックの積み上がっていない情報化投資を中心に駆け込み需要が期待できる。

以上のように、実体経済については住宅部門の

悪化が続くものの、設備、在庫などの過剰感が小さいこと、堅調な新興国経済、手厚い政策対応を支えに、深刻なりセッションは回避されると考える。

このため、4－6月期には、銀行の融資基準厳格化、エネルギー・食料品価格の上昇、自動車部門でのスト拡大、景気の先行き不透明感の高まりを背景とした設備投資の先送り等によって国内需要は低迷が続くものの、減税による個人消費の持ち直し、輸出の拡大、輸入の減少による純輸出の押し上げに支えられ、マイナス成長はかろうじて回避されよう。7－9月期には、信用不安が再燃する可能性があるが、当局の追加の対応や金融機関の資本調達により、深刻な信用不安の再燃は回避され、景気対策を背景にGDP成長率は一旦加速しよう。

4. 金融機関のバランスシート調整により回復感の乏しい状況が長期化

しかし、深刻なりセッションを回避できても、回復感の乏しい状況は長く続きそうだ。金融機関の評価損計上は長期化する可能性が高く、住宅市場の回復には時間がかかるためである。

サブプライム関連証券関係での評価損計上は4－6月期で一旦山を越えそうだ。一方で、サブプライム関連証券以外での評価損計上が増える。

今後、プライム向けのARMで金利見直しが増加、それに伴う延滞率・差し押さえ率の上昇を背景にプライム関連証券、自動車ローン、消費者ローンなどの質の悪化が予想される。さらに、これらを裏づけとして発行されたCDO（債務担保証券）の価格下落・格下げが続くとみられる。

また、商業不動産市場でも融資基準の厳格化による需要の減退によって商業不動産の価格下落が見込まれ、CMBS（商業用不動産ローン担保証券）の価格も低下する可能性が高い。これらの融資や投資ではほとんど引き当て・損失が計上されていないため、今後損失が拡大すると見込まれる。

さらに、証券の保証を行っているモノライン（金融保証会社）には資本不足によ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、CDO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。これらの証券化商品市場の低迷は、投資家のリスクテイク能力の低下によって長期化するとみられる。

以上のような、証券化商品での損失、景気低迷に伴う各種ローンの質の悪化等により金融機関の不良債権は当面増加を続けると予想され、金融機関のバランスシート調整は長引き、住宅ローンの融資基準緩和の動きはかなり鈍いものになると見込まれる。

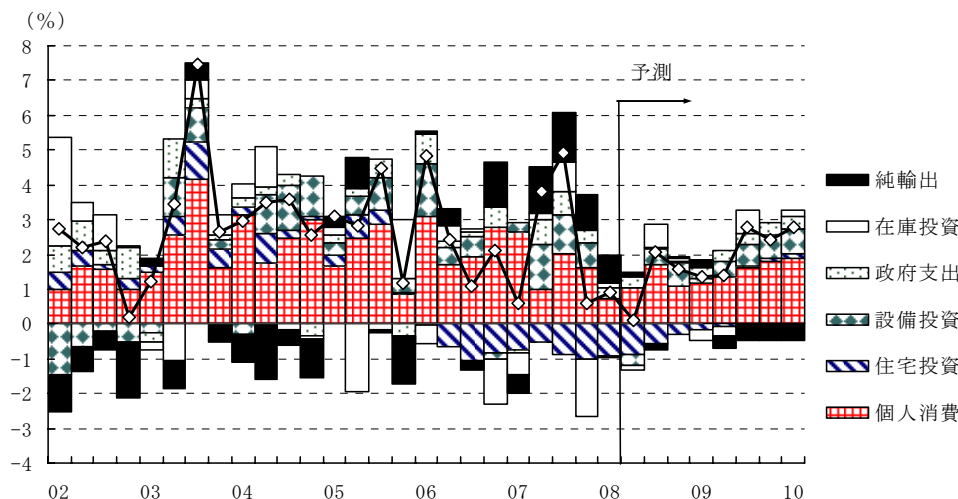
このため住宅販売は緩やかな回復にとどまり、住宅価格下落による不動産資産残高の減少は2009年前半にかけて個人消費を抑制しよう。設備投資も駆け込み需要の反動、景気対策の効果剥落によって2009年前半は停滞が見込まれる。このように、減税効果の剥落、減税効果による景気の押し上げとインフレ懸念の高まりに伴う市場金利の上昇、北京オリンピック終了後のIT部門の調整局面入りを背景に、景気は再び減速すると予想され、米国経済は2009年前半にかけて回復感の乏しい状況が続くと見込まれる。

2009年後半以降には世界的な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(資料2)。

かつらはた せいじ (主任エコノミスト)

資料2 米国経済成長率予測の寄与度グラフ(前期比年率)



(出所) 米商務省、予測は第一生命経済研究所。