

Ⅱ. 米国経済見通し ～深刻な景気後退は回避～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

○実質GDP成長率は2008年+1.8%、2009年+1.3%と潜在成長率を大幅に下回る低い成長が予想される。

○2008年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.3%と加速し、2008年前半の成長率は前期比年率+2.1%となった。ドル安、貿易相手国の高い成長によって輸出が高い伸びを維持した一方、国内需要の低迷によって輸入が減少したことで純輸出が大幅なプラス寄与となり成長率を押し上げた。国内需要はほぼ横ばいとどまっており、実態としては2007年10-12月期以降経済の停滞が続いている。

○総額1170億ドルの所得減税も、エネルギー価格の急騰によって消費押し上げ効果は限定的なものにとどまった。2009年半ばには住宅価格が底を打つとみられるが、それまでは消費の抑制、金融機関によるバランスシート調整の長期化などの景気押し下げ圧力によって、景気の停滞が続くと見込まれる。一方、エネルギーなどの資源価格がピークアウトしたこと、雇用や設備に過剰感が小さくこれらの大幅な減少は回避されること、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。2009年後半には住宅価格が上昇に転じ、景気の停滞感が払拭されよう。ただし、世界的な景気回復等を背景にエネルギー、原材料価格が再上昇するとみられ、成長ペースは抑制される公算が大きい。

○2008年後半から2009年上半の実質GDP成長率は、2008年上半の前期比年率+2.1%から減速が予想される。減税効果の剥落、信用不安の残存による信用コストの高止まり、住宅など資産価格の下落による個人消費の低迷、貿易相手国の景気減速による輸出の伸び鈍化によって、今後1年程度景気は停滞感の強い状況が続くと予想される。一方、景気的大幅な下振れを回避させる要因もある。

①エネルギー価格の下落、②米政府のフレディーマック、ファニーメイの公的管理などの信用・住宅市場対策の実施、③投資減税による2008年後半の投資下支え効果と剥落後の2009年上半に世界的なIT部門での在庫調整の終了、④2002年以降の景気拡大局面で企業は雇用、設備、在庫投資を抑制したためこれらの過剰感が小さい一などだ。

○2009年後半には住宅価格が上向くことで、雇用が増加に転じ個人消費の拡大ペースは緩やかに速まると見込まれる。この時期には、世界的な景気回復期待からエネルギー価格の再上昇が予想されることから、国内需要の伸びが抑制され緩やかな拡大にとどまると予想される。

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										
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	6.3	2.9	(3.2)	3.0	7.2	6.3	(▲0.1)	(▲0.2)	7.0	5.9	0.4	
2006	6.1	2.8	(2.8)	3.0	7.5	▲7.1	(0.0)	(0.0)	9.1	6.0	1.7	
2007	4.8	2.0	(1.4)	2.8	4.9	▲17.9	(▲0.4)	(0.6)	8.4	2.2	2.1	
↓ 2008	3.9	1.8	(0.4)	1.2	3.8	▲21.2	(▲0.3)	(1.4)	8.8	▲1.6	2.3	
2009	3.9	1.3	(1.1)	1.3	1.3	▲8.9	(▲0.1)	(0.2)	4.8	2.4	1.7	

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. 2008年+1.8%、2009年+1.3%の低成長に

2008年の実質GDP成長率は、総額1680億ドル(個人向け戻し減税が1170億ドル:2008年の個人消費を約0.5%押し上げ、企業向け減税が510億ドル:2008年の設備投資を3.7%押し上げ)の景気対策や、大幅な利下げにもかかわらず、金融市場混乱の長期化・拡大、エネルギー、原材料、食品価格の上昇・高止まり、不動産・株など資産残高の減少等によって前年比+1.8%への減速が予想される[原油価格の前提値:08年1バレル=111ドル](資料1)。2009年に関しては住宅価格の下落、金融機関のバランスシート調整が続くことや2008年に実施された景気対策の反動、資産価格の下落等によって個人消費、設備投資が前半に停滞するとみられ、実質GDP成長率は前年比+1.3%に減速すると予想される(原油価格の前提値:09年1バレル=105ドル)。

ただし、前回見通しと比べると、2008年の実質GDP成長率見通しは前年比+1.8%と、前回の同+1.5%から上方修正した。要因としては、過去の数値が改定されたことに伴う2008年GDP成長率へのゲタの上乗せに加え、海外経済の堅調によって2008年4-6月期の実質GDP成長率が大幅に上振れたため。

2009年の実質GDP成長率見通しは前年比+1.3%と、前回の同+1.7%から下方修正した。背景としては、エネルギー等の資源価格や食料品価格の急騰を背景に2008年後半の成長率が大幅に

減速し2009年GDP成長率へのゲタが低下すること、さらにこれまでのエネルギー・食料品価格の急騰、それに伴う金融引き締め策によって日本、欧州、新興国といった米国の貿易相手国の成長が下ぶれするとみられることが挙げられよう。

2. GSEの破綻懸念は薄れたが金融機関のバランスシート調整により景気は回復感の乏しい状況が長期化

金融市場の混乱に伴う流動性不足問題に対して、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、投資銀行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縮小した。しかし、民間金融機関での損失、評価損の計上が続く中で信用不安が残存している。さらに、2008年7月にGSE(政府支援企業)の経営不安が台頭し、9月7日には米政府によるGSEの公的管理が決定された。GSEであるフレディーマック、ファニーメイは米住宅ローン残高(12兆ドル)の半分近くを保有または保証し、GSEの発行するエージェンシー債、RMB Sは世界中の金融機関、政府が保有しているため、破綻すれば世界金融はシステミックリスクに陥ることが懸念されていた。今回の措置を受け、エージェンシー債での過剰な評価損の計上が回避され、また、RMB Sなどの需要減退による住宅市場の一段の下ぶれも回避されると予想される。

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)に加えて、プライム向けでも差し押さえが増加、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など、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。このため評価損の金額が増加しているが、各金融機関の資本調達によって信用不安の一段の高まりや、貸出残高の急激な削減が回避されている。

このような中、2008年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.3%と大幅に加速、2008年前半の平均成長率は前期比年率+2.1%となった。ドル安や貿易相手国の高い成長によって輸出が好調を維持した一方、輸入が国内需要の低迷によって減少したことで純輸出が大幅なプラス寄与となり成長率を押し上げた。一方、同時期の国内需要はほぼ横ばいとどまっておき、2007年10-12月期以降米国経済の停滞が続いている。国内最終需要では、住宅投資の大幅な減少が続く中、ガソリン・食品価格等の上昇によって減税効果が薄れ個人消費は緩やかな伸びにとどまった。設備投資は経営者マインドや企業業績の悪化から鈍化した。7、8月には企業部門が海外需要に支えられ底堅く推移する一方、家計部門ではエネルギー・食品価格の上昇、雇用・所得環境の悪化を受けた消費の大幅な減速、住宅投資の減少によって景気低迷が持続している。

今後も、住宅価格の下落、失業率の上昇等を背景とした住宅ローンの不履行率上昇が見込まれ、サブプライム関連証券の格下げが続こう。また、ALTAを含むプライム向けのARMの金利リセットが増加するなか、景気の停滞、住宅価格の下落を背景に延滞率・差し押さえ率が上昇しプライム関連証券、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、これらを裏付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引き当て・

損失があまり計上されていないため損失の拡大が見込まれる。証券の価格下落が続けば、証券の保証を行っているモノライン(金融保証会社)では資本不足による格下げリスクが高まる。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や、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、2008年後半以降に予想される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、在庫率の高止まりから住宅投資、住宅価格は2009年前半まで減少基調を維持すると予想される。減税効果の剥落、住宅価格下落による不動産資産残高の減少、雇用環境の悪化は2009年前半にかけて個人消費を抑制しよう。

設備投資は企業業績、経営者マインドの悪化による増産投資の抑制、商業不動産向け融資基準の厳格化とオフィス空室率の上昇による構築物投資の鈍化等によって停滞感の強い状況が続くと予想される。この中で、2008年中の設備投資に適用される投資減税の適用期間終了前に情報化投資の駆け込み需要が期待され、設備投資の下ぶれはある程度緩和されよう。特に10-12月期には駆け込み需要で、小幅ながら加速すると見込まれる。この後、2009年前半には駆け込み需要の反動がでるのは避けられず、マイナスの伸びを予想する。

これらのことから、2009年前半にかけて国内最終需要はエネルギー価格の下落等によって下振れを回避しながらも停滞が持続しよう。さらに、2008年前半の成長を支えてきた純輸出の寄与度はプラス幅を縮小すると見込まれる。輸出がインフレ圧力の高まりによる海外経済の減速を受け、2008年前半の高い伸びから鈍化すると予想されるためである。以上のことを勘案すると、2009年前半にかけて実質GDP成長率は低い伸びにとどまると見込まれ、2008年後半から2009年前半

にかけては年率+1%弱の成長に鈍化すると予想される。

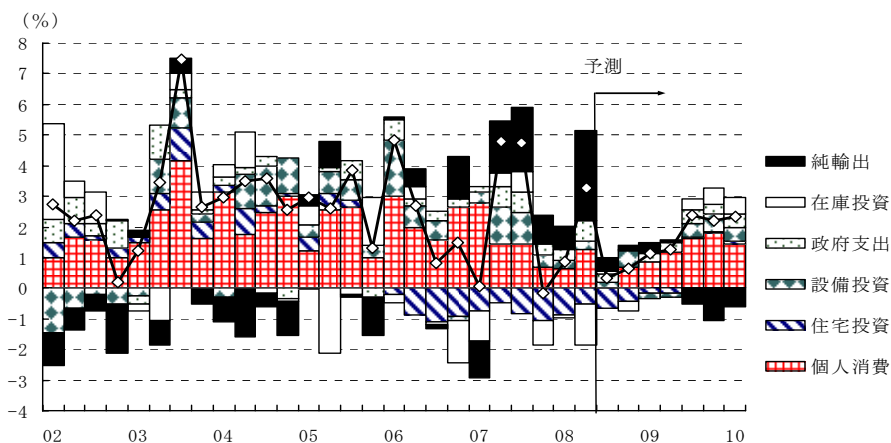
ただし、景気を下支えする要因もある。①世界的な景気減速懸念に伴うエネルギー・資源価格の下落。②米政府によるフレディーマック、ファニーメイの公的管理などの信用不安対策・住宅市場対策の継続的な実施。③2002年以降の景気拡大局面で企業は雇用や設備、在庫投資を抑制してきたため、これらの過剰感は過去の景気後退時に比べてかなり小さい。④2008年前半に始まった世界的なIT部門の在庫調整終了。⑤新興国・資源国経済は減速するも潜在成長力の高さから高成長を維持すると見込まれること、等が挙げられよう。

2009年半ば以降には、銀行の融資基準の厳格化に歯止めがかかると予想されること、これに伴う住宅販売の下げ止まりを背景に、住宅価格など資産価格の底打ちが予想されること、加えて雇用環境の改善等を背景に個人消費は徐々に拡大ペースを速めよう。この時期、世界的な景気回復期待からエネルギー価格の再上昇が見込まれること

から、国内需要の伸びは抑制され緩やかな景気拡大を続ける公算が大きい（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。