

Ⅱ. 米国経済見通し ～大型景気対策で景気は2009年後半から緩やかに持ち直し～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

○米国の実質GDP成長率は金融危機の拡大を受け景気後退が深刻化・長期化し、2008年前年比+1.3%、2009年同▲0.9%、2010年同+1.7%にとどまると予想される(資料1)。

○米国経済は、金融機関の経営悪化が实体经济に悪影響を与え、实体经济の悪化が金融問題をさらに深刻化させる悪いスパイラルに陥っている。实体经济では、これまで成長率を下支えしていた外需の減速に加えて、個人消費、住宅投資、設備投資の失速によってリセッションが深刻化している。金融面では、流動性の供給拡大や、金融安定化法に基づく公的資金による資本注入が実施されている。しかし、当初計画された政府による不良資産の買い取りが行われないこと、世界経済全体がリセッションに陥ったため様々な資産の質の劣化が続くことによって、金融機関のバランスシート調整は長期化する可能性が高まっている。

○先行きについては、金融市場混乱の影響による信用の逼迫が強まるなか、雇用の大幅な減少で個人消費の減少が、収益の悪化や先行き不透明感の高まりによって設備投資の減少がそれぞれ続き、2009年前半にかけてマイナス成長が持続すると見込まれる。この間、オバマ次期大統領は公約で掲げた中低所得者層向けの減税、インフラ投資を含む年間2,600億ドル規模(2年総額5,200億ドル:総額、具体的内容については本稿執筆時点で公表されていないため、選挙公約、経済スタッフの発言から推測)の景気対策を2009年1月20日の大統領就任直後に策定するとみられる。その効果は税還付が始まると考えられる2009年4-6月期から徐々に顕在化し、消費を下支えすると予想される。一方、インフラ投資はGDPを2年間で約1.0%押し上げると見込まれる。その他の景気下支え要因としては、景気低迷によって2009年前半にかけてエネルギー価格の下落が続き実質的な購買力を増加させよう。さらに、金融当局が長い期間の金利へのコミットメントなどを実施するとみられる。これらの効果もあり実質GDP成長率は2008年10-12月期に前期比年率▲4%程度に落ち込んだ後、2009年4-6月期にかけてマイナス幅を縮小する公算が大きい。

○その後、2010年にかけて大型の景気対策によって実質GDP成長率は徐々に拡大すると見込まれる。もっとも、巨額な景気対策の効果も金融機関の健全性の回復に掛かっている。金融問題では、既に約3,500億ドルを金融機関に投じたこと、不良資産の買い取りは財政赤字に繋がる可能性が高いことから、国民に受け入れられ難いため、これまで民主党議員が主張してきた借り手の救済策や、財政負担の掛からない時価会計の一部緩和で対応する可能性が高い。借り手を救済する時に金融機関に損失が計上されること、实体经济が悪化していること、収益改善のために不良資産の処理を段階的に行うとみられることから、金融機関のバランスシート調整が終了するには時間がかかり、米国経済の2010年にかけての回復は緩やかなものになる公算が大きい。

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	
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	3.6	1.3	(▲0.1)	0.3	2.8	▲20.8	(▲0.3)	(1.4)	7.8	▲2.8	3.0
2009	0.7	▲0.9	(▲1.8)	▲1.2	▲6.0	▲13.8	(▲0.3)	(0.9)	▲5.8	▲10.0	2.8
2010	3.1	1.7	(2.0)	1.8	1.7	▲1.0	(0.1)	(▲0.3)	1.8	3.6	2.4

(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. 金融危機拡大

9月14日にリーマン・ブラザーズが予想に反して破綻、翌日には保険最大手であるAIGの破綻の可能性が高まったことによって金融市場が一段と混乱した。特に大き過ぎて潰せないと考えられていたリーマン・ブラザーズの破綻をきっかけにカウンター・パーティー・リスク(注1)が警戒され金融危機は拡大した。この間、金融危機への対応で、流動性の供給拡大と金融機関の健全性回復を目指した対策が実施された。主要国でドル・スワップ協定(注2)の拡大など流動性供給策の実施、米国で金融安定化法の成立、欧米6カ国による協調利下げが実施されたが、金融機関の経営不安は払拭されずドルLIBOR(ロンドン銀行間取引金利)の高止まりが続いた。

このような中で、米政府は公的資金による資本注入を決定した。金融安定化法では当初公的資金による資本注入は想定されていなかったが、法の拡大解釈によって実施を決定した。現在、公的資金による資本注入では金融安定化法で決められた7,000億ドルのうち2,500億ドルを使って、銀行、保険会社などに資本注入を行っている。

以上のように、米政府・金融当局は金融危機を受けて流動性対策、金融機関の経営安定策などを実施している。しかし、公的資金による資本注入に際して、受け入れ金融機関に対して貸し出しを増加させる条件を付けなかったことや、世界経済がリセッションに陥るなかで、融資を増やせば不良資産の増加に繋がることから、金融機関は融資

の拡大には慎重な姿勢を続ける可能性が高い。実際、あらゆる分野で融資基準が引き締められている。家計部門では、住宅ローンに加えて、クレジットなど消費者向けローンに影響がでている。企業向け融資でも、商業不動産向け、大、中小企業向け融資基準が厳格化され、資金調達に悪影響がでている。

さらに、公的資金の注入によって当面の金融機関の破綻懸念が緩和したが、当初計画された不良資産の買い取りや、不良資産の厳格な査定など悪化が続く資産側の対応が先送りされたため、景気が悪化すれば不良資産が増加し易い。世界経済がリセッションに陥ったため様々な資産の質の劣化が続くことから、金融機関のバランスシート調整が長期化し、金融機関は融資に慎重な姿勢を続ける公算。一連の金融安定化策の実体経済へのプラス効果が顕在化するまでには時間がかかろう。

FEDの対応では、銀行、証券への流動性供給に加えて、ノンバンク向けの流動性供給策を導入した。さらに、住宅市場支援策としてGSE(政府支援機関)のファニーメイとフレディマックなどが保証する住宅ローン担保証券を総額5,000億ドルまで、ファニーメイ、フレディマックなどが発行する債券を総額1,000億ドルを上限に買い入れており、住宅ローン金利は低下している。

ただし、金融市場の状況を見ると、一連の政策対応を受け最悪の状態を脱したが、足元でも各市場でストレスが残存したままとなっている。TEDスプレッド(注3)は開いたままである。また、

低格付けの社債利回りは上昇したままであり、高格付けの社債利回りとのスプレッドは拡大を続けるなど、資金調達環境の厳しい状況が続いている。

2. 2009年前半にかけてマイナス成長

現在の米国経済は、金融危機が実体経済を悪化させ、実体経済の悪化が金融問題を深刻化させる悪いスパイラルに陥っている。2008年7－9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.5%と減少した。2007年4－6月期から2008年7－9月期にかけて国内需要の減速するなか外需が成長率を下支えしてきた。しかし、2008年7－9月期には個人消費、設備投資が減少し、国内需要が下振れ、輸入の伸びが鈍化した一方、輸出も鈍化した。

足元で輸出先の経済情勢は一段と悪化している。2008年7月にかけてのエネルギー・資源価格の急騰、インフレによる金融引き締めによって成長ペースが鈍化した。その後、先進国では金融危機の拡大による信用収縮、マインドの悪化を背景に需要が失速した。新興国では、金融危機の拡大を受けた資本流出による経済の混乱もあり景気が大幅に減速しており、世界経済は景気後退局面に入った。このため、輸出が減少し、弱い内需と相俟ってリセッションは深刻化している。

実体経済では、個人消費は7月までのエネルギー価格の急騰の影響や雇用の削減ペース加速等によって7－9月期に前期比年率▲3.7%と大幅な減少となった。今後に関しても、需給ギャップの拡大、景気の先行き不透明感の高まり、企業収益の悪化によって雇用は減少を続け、可処分所得の伸びは鈍化傾向を辿ると予想される。

資産効果では、住宅販売が下げ止まってもプライム層向けの変動型住宅ローンの借り換えが増加するタイミングで、雇用環境が悪化するため住宅の差し押さえが増加し、住宅在庫は高水準で推移すると予想される。住宅価格の下げ止まりには時間がかかり、持ち直しも緩やかなペースにとどまると見込まれる。さらに、キャッシュ・アウト（注4）、ホーム・エクイティ・ローン（注5）といった借り入れによる消費の押し上げは期待できない。また、金融機関の経営問題、深刻なり

セッション入りに伴う企業収益の悪化、その後の脆弱な需要から収益の回復ペースも鈍いものにとどまり、株価の急速な回復は見込み難い。このため投資信託など株関連資産の大幅な回復は予想し難く、資産効果は期待できないとみられる。加えて、消費者ローン、自動車ローンの融資基準の厳格化によって借り入れ負担は増加が続く可能性があること等によって、個人消費の低迷は当面は続くリスクがある。

住宅販売は7－9月期に前期から増加するなど金融危機が拡大する直前に底打ちの兆しが出始めていたが、金融市場の混乱に伴う信用逼迫により10－12月期に再び減少すると見込まれる。FRBによる住宅ローン担保証券などの継続的な買い支えによって住宅ローン金利が低下していること、販売価格の下落が続いていることから、住宅販売は年初には底打ちすると予想される。ただし、在庫の減少には時間がかかるため、住宅投資の回復は2009年後半になる公算が大きい。

設備投資は2008年7－9月期に前期比年率でマイナスに転じた。設備投資を取り巻く環境をみると、企業向けの融資基準は、商業不動産向け、大・中小企業向けの全ての対象向けで急激に厳格化されている。加えて、先行き不透明感の高まり、グローバル・リセッションによる収益悪化懸念から、経営者マインドも悪化しており、設備投資は今後1年程度低迷する可能性がある。その後も、構築物投資が全体の足を引っ張る形で設備投資は低い伸びにとどまると予想される。

需要項目別にみると、2008年7－9月期まで設備投資を下支えしていた構築物投資を取り巻く環境が悪化している。景気停滞の長期化によるオフィス空室の上昇が2009年中続くと予想されること、構築物投資に4四半期程度先行する商業不動産向け融資基準が11月にかけて厳格化が進んでいることから、2009年の構築物投資の大幅な落ち込みが予想される。機械・ソフトウェア投資に影響を与える大企業・中小企業向けの融資基準も過去最高水準に厳格化されていることや、経営者マインドの悪化が続いていること、企業収益の減少が続くことから、機械・ソフトウェア投資も停滞を続けると予想される。

さらに、金融市場の混乱はグローバルな事象となっており、海外需要の減速は避けられず、足元のドル高の影響と合わせて輸出は下振れると予想される。このような状況のなか、11月4日の大統領・議会選挙の直後に、可決・実施されるとみられた景気対策が先送りされたことで、2008年10-12月期、2009年1-3月期の成長率は大幅に下振れると見込まれる。以上のように、金融問題が実体経済を失速させ、そのことが金融機関の損失を拡大させる悪循環に陥っているため、実質GDP成長率は2008年後半から2009年前半にかけてマイナスの伸びが見込まれる。

3. 期待される大型景気対策

現在具体的な金額は未公表であるが、深刻なりセッションを背景にオバマ次期大統領は2009年1月20日の新政権発足後、直ちに景気対策を実施する方針である。景気対策の最終的な金額、内容、期間については発表されていないため、オバマ次期大統領が選挙公約で掲げた景気対策、経済政策、オバマ政権の経済チームなどの発言等から推測した。中低所得者や中小企業向け減税、公共投資の拡大などを含む総額5,200億ドル程度の2年に及ぶ対策が予想され、今回の見通しの前提とした。

2008年11月4日の大統領・議会選挙とともに民主党が勝利したことで景気対策の実行が早まり、その効果は税還付が始まると考えられる2009年4-6月期から徐々に顕在化し、消費を下支えすると予想される。資産の大幅な減少、住宅を担保とした借り入れの減少によって、所得減税策は債務の返済、医療費負担や貯蓄に回され、消費されるのは08年の減税と同程度の約30%となり、GDPを約0.6%押し上げる効果しか期待できない。一方、インフラ投資はGDPを2年間で約1.0%押し上げると見込まれる。企業向け減税では、2009、2010年の投資に対して減税が実施されるとみられ、景況感の持ち直しと相俟って、2010年のGDPを約0.6%押し上げると見込まれる。

その他の景気下支え要因としては、景気低迷によって2009年前半にかけて、エネルギー価格の下落が予想される。さらに、米政府のフレディマック、ファニーメイを使った住宅市場対策の強化、

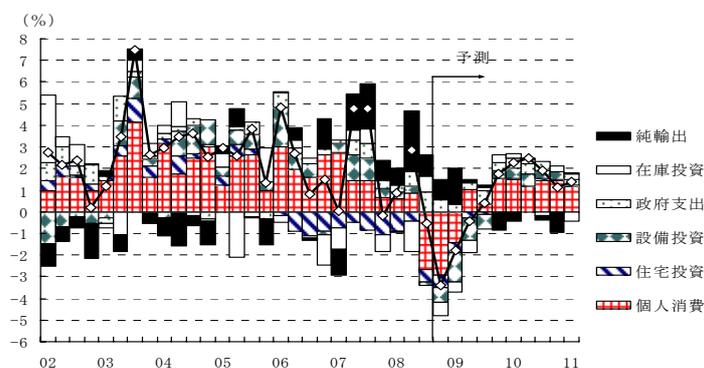
F R Bによる利下げ、エージェンシー債（G S Eが発行する債券）、モーゲージ担保証券（住宅ローンを担保とした債券）などの買い取り増額などの金融緩和が実施されると見込まれる。これらの効果もあり実質GDP成長率は2008年10-12月期に前期比年率▲4%程度に落ち込んだ後、2009年4-6月期にかけてマイナス幅を縮小する公算が大きい。

2010年にかけて大型の景気対策によって実質GDP成長率は徐々に拡大すると見込まれる。もっとも、巨額な景気対策の効果は金融機関の健全性の回復に掛かっている。金融問題では、既に巨額な金額を金融機関に投じたこと、不良資産の買い取りは財政赤字に繋がる可能性が高いことから、国民に受け入れられ難いため、これまで民主党議員が主張してきた借り手の救済策や、財政負担の掛からない時価会計の一部緩和で対応する可能性が高い。借り手を救済する時に金融機関に損失が計上されること、実体経済が悪化していること、収益改善のために不良資産の処理を徐々に行うとみられることから、金融機関のバランスシート調整が終了するには時間がかかろう。

このため、インフラ投資の規模を拡大するなど追加の財政支出が必要だが、金融安定化法、大型の景気対策の実施によって財政赤字は急増するとみられ、追加対策の実施は難しく米国経済は2010年にかけての回復は緩やかなものになる公算が大きい（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。

(注1) カウンター・パーティー・リスク
取引相手の倒産等によって取引執行ができなくなるリスク

(注2) ドル・スワップ協定
金融不安によるドル不足に対して、FRBが各国の中央銀行に必要なドル資金を融通することを決めた協定。米サブプライム住宅ローン問題が深刻化するなかで、欧州中央銀行(ECB)、スイス国立銀行、日銀などは米連邦準備制度理事会(FRB)とスワップ協定を結び、各国市場でドル資金を供給している。

(注3) TEDスプレッド
3ヶ月物米短期国債(T-bill)と3ヶ月物ユーロドルLibor(ロンドン銀行間取引金利)との金利差のこと。金融市場の信用不安が強まると、信用力の高い米国債利回りが低下する一方、信用コストを反映して銀行間取引金利が上昇し、TEDスプレッドが拡大する。

(注4) キャッシュ・アウト
住宅ローンを借換える時に住宅担保の評価額が上昇した分を増額して借換えを行い、その一部を現金化すること。

(注5) ホーム・エクイティ・ローン
住宅の純資産価値(住宅の時価からモーゲージ・ローンの未払残高を除いた部分)を担保に借り入れ枠を設定すること。