

---

## 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)

○金融危機の拡大を受け、景気後退が深刻化・長期化することから、米国の実質GDP成長率は2009年前年比▲2.5%（前回▲0.9%）、2010年同+1.7%（前回+1.7%）にとどまると予想される。

○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、個人消費、住宅投資、設備投資の失速に加えて、輸出が急減したため、10-12月期の実質GDP成長率が前期比年率▲6.2%と深刻なものとなった。オバマ政権は、景気刺激策を2月17日に署名・成立させ、金融問題では金融安定化計画を2月10日に発表した。このように相次いで対策を発表・実施に移しているが、金融問題解決への期待は全くといってよいほど高まらない。

○先行きについては、景気刺激策の成立が遅れたことや金融問題が解決されていないことから、内需の大幅な縮小が続くと見込まれる。さらに、金融問題による先進国経済の急激な落ち込みに加え、資金流出や先進国向け輸出の急減などによる新興国経済の急減速によって世界的に景気後退が深刻化しているため、輸出の大幅な減少が続くと見込まれる。2009年前半も大幅なマイナス成長が続こう。

○ただし、減税が始まる2009年4-6月期からは、景気刺激策の効果が徐々に顕在化し、消費を下支えすると予想される。また、金融当局の「信用緩和策」などの強化による金利低下も消費、住宅販売を下支えしよう。さらに、急激な生産削減による在庫調整の進展などもあり実質GDP成長率は2009年4-6月期にはマイナス幅が縮小する公算が大きい。7-9月期以降には、インフラ等の投資がGDPを押し上げると見込まれ、2010年中実質GDP成長率は緩やかな拡大を続ける公算が大きい。

○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、現在の金融問題を解決するうえで重要な不良資産問題に対しては、金融安定化計画で不良資産の買い取り機関として官民共同で基金を作る方針が示されたが、民間から資金が集まるか、買い取り価格が決まるかなどの問題を抱えており、実現までにはかなりの時間を要すると見込まれる。さらに、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とみられることから、金融機関のバランスシート調整が長期化する可能性が高く、米国経済の回復は2010年にかけて緩やかなものになると予想される。また、2010年10-12月期には減税効果が剥落するため、米国経済は再減速する可能性がある。

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		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	3.3	1.1	(▲0.2)	0.2	1.7	▲20.7	(▲0.2)	(1.3)	6.2	▲3.4	2.9
↓ 2009	▲1.5	▲2.5	(▲2.8)	▲0.9	▲16.6	▲18.1	(▲0.4)	(0.3)	▲10.7	▲10.1	9.1
2010	2.9	1.7	(1.8)	1.8	▲2.1	▲3.6	(0.2)	(▲0.1)	2.4	2.9	4.8

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. 09年の成長率は前年比▲2.5%

金融危機の拡大を受け景気後退が深刻化・長期化しており、実質GDP成長率見通しは2009年に前年比▲2.5%、2010年同+1.7%にとどまると予想される。景気・金融対策の実施遅延等によって金融機関の経営が悪化し、それが実体経済に悪影響を与え、実体経済の悪化がさらに金融問題を深刻化させる負のスパイラルが強まった。加えて、自動車部門や海外経済が急激に縮小したことで、景気は悪化のペースを速めている。この結果、2008年10-12月期の成長率が下ぶれたため、2009年へのマイナスのゲタが拡大した。また、2009年1-3月期の実質GDP成長率も内外需の落ち込み持続に加えて、自動車を中心とした在庫削減などによって大幅なマイナス成長が予想されることから、2009年の成長率見通しを下方修正した。

## 2. 金融対策は依然不十分

2009年1月20日にオバマ氏が第44代米国大統領に正式に就任した。金融危機の深刻化によって、米国など世界経済・金融環境は100年に1度といわれるほど困難な状況に陥っており、オバマ政権による景気対策の早期実施が金融市場や世界各国から期待されている。ただし、金融問題が解決されなければ、大規模な景気対策を実施しても、一時的な効果にとどまり、景気の停滞が長期化するリスクが高い。

現在のような金融部門の悪化、景気の悪化が繰

り返される状況のもとでは、金融機関のバランスシートから不良資産を取り除くこと、資本注入によって貸し出しの増加を促すこと、景気対策を行い景気悪化による優良資産の質の劣化を防ぐことが重要であり、またこれらの政策を同時期に行う必要がある。

オバマ政権は2月17日に景気刺激策を成立させた。一方、2月10日に金融安定化計画を発表し、2月25日からは金融機関の財政審査を開始した。

ただし、金融安定化計画の目玉とされていた不良資産の買い取りに関しては、官民共同で「不良資産買い取り基金の設立」の方針を示したが、買い取り価格などの決定方法など詳細は不透明なままだ。

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きた。しかし、これまでの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出促進を条件としなかったこと、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懸念があり、各金融機関は融資の拡大に慎重な姿勢を続けている。実際、あらゆる分野で融資基準が引き締められたままである。家計部門では、住宅ローンに加えて、クレジット、自動車ローンなど消費者向けローンに影響がでている。一方、企業向け融資でも、商業不動産向け、企業向け融資基準が厳格化されており、資金調達に悪影響がでている。

公的資金の注入によって当面の金融機関の破

綻懸念は緩和したが、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健全化の対応が遅れており、景気が悪化すれば不良資産が増加する懸念が残った。このような状況の下、世界経済がリセッションに陥ったため、今後も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とみられ、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。

F R B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、G S E（政府支援企業）のファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）、ジニーメイ（連邦政府抵当金庫）が保証する住宅ローン担保証券を総額5,000億ドルまで買い入れる。また、ファニーメイ、フレディマック、およびF H L B（米連邦住宅貸付銀行）が発行する債券を総額1,000億ドルを上限に買い入れる。

さらに、金融安定化計画の一部として、F R BはT A L F（ターム物資産担保証券貸出制度）の枠を現状の2,000億ドルから1兆ドルに拡大する方針を示した。このように、F R Bは特定市場での買い切りといった非伝統的な金融政策を強化している。

一連の政策対応を受け、T E Dスプレッド（注1）などが縮小した一方で、不動産担保証券のリスク指標であるA B X指数（注2）、C M B X指数（注3）の改善は限定的なものにとどまっている。また、低格付けの社債利回りは上昇し、高格付けの社債利回りとのスプレッドは拡大した状態が続くなど、資金調達環境は厳しいままである。

### 3. 2009年前半は大幅なマイナス成長に

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10-12月期の実質G D P成長率は前期比年率▲6.2%と1982年以来の大幅なマイナス成長となった。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輸出が成長率を下支えしてき

た。しかし、10-12月期には個人消費、設備投資の減少で国内需要が下振れたことに加えて、米貿易相手国景気の急速な失速によって輸出は大幅な減少に転じたことで、リセッションが深刻化している。

個人消費は、企業による雇用の削減ペースの加速、マインドの悪化等によって10-12月期に前期比年率▲4.3%と2四半期連続で大幅な減少となった。足元でも消費を取り巻く環境は悪化を続けており、2009年1-3月期は個人消費の低迷が予想される。4-6月期以降は、所得減税、失業保険の延長、F R BのT A L Fを使ったA B S（資産担保証券）買い取りに伴う消費者ローン関連金利の低下によって、消費は拡大すると予想される。ただし、需給ギャップの拡大、景気の先行き不透明感の高まり、企業収益の悪化を背景に雇用は減少を続け、可処分所得の伸びは鈍化傾向を辿ると予想されるうえ、資産価格の下落、景気・雇用・所得に対する先行き不安感の持続から、消費は小幅の拡大にとどまろう。

次に、資産効果についてみる。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。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、株価の急速な上昇は見込み難い。このため投資信託など株式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。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から、個人消費の伸びは緩やかなものにとどまろう。

住宅販売は2008年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月期に再び減少した。2009年1-3月期の住宅販売は、足元までの厳しい信用状況、雇用情勢の一段の悪化等により大幅な減少は

避けられない。ただし、政府による損失保証・資本注入の拡大によって、住宅ローン向け融資基準の厳格化の動きは今後も徐々に弱まることが考えられる。そのような中、販売価格の下落、FRBの非伝統的な金融政策によるモーゲージ金利の低位安定、さらに今年の12月1日までに初めて住宅を購入する人に対しての最大8,000ドルの税控除適用、GSEの住宅ローンポートフォリオの保有上限引き上げによる住宅ローンの拡大などと相俟って、住宅販売は2009年1-3月期ごろ、住宅着工、住宅投資は2009年10-12月期が今回の減少局面の底になると予想される。

他方、設備投資は2008年10-12月期に、構築物投資が減少に転じたうえ、機械・ソフトウェア投資の減少幅が急拡大したため、前期比年率でマイナス幅が拡大した。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、世界的な景気後退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年程度減少すると見込まれる。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。

外需動向では、金融市場の混乱はグローバルな事象となっており、世界的に景気後退が深刻化、足元のドル高の影響と合わせて輸出は減少傾向を辿ると予想される。このような状況のなか、景気・金融対策の実施の遅れから、2009年1-3月期の成長率は大幅なマイナス成長が見込まれる。

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2009年前半も大幅なマイナスの伸びになると予想される。

#### 4. 年後半は緩やかなプラス成長に

2009年後半には総額7,872億ドルの景気刺激策の効果を背景にGDP成長率は緩やかに拡大に転じると予想される。2月17日に成立した景気刺激策の内訳は、財政支出策が4,990億ドル、減税が2,880億ドルの総額7,872億ドルとなり、下院案よりも減税の比率が高くなったうえ、総額も削減

された。足元のようにマインドが悪化している状況では、減税によって消費や投資に使用される金額は小さくなる可能性が高い。一方、成長率の押し上げ効果が期待されるインフラなどの投資は減額されたものの、GDP押し上げ効果は2009年に約+1.3%、2010年に+1.7%と試算される。

四半期では、2009年4-6月期以降、金融・景気の悪いスパイラルは徐々に緩和するとみられる。家計向け減税が4-6月期から始まり、マインドの改善と相俟って4-6月期以降の実質個人消費は緩やかに拡大しよう。同時に在庫調整の進展による成長率押し下げ圧力は生産の急激な削減の効果等により徐々に弱まると予想される。

7-9月期には景気刺激策の中のインフラなどの投資が出始めると見込まれることから、実質GDP成長率はプラスに転じると見込まれる。

以上のように、2010年にかけて大部分が実施される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が、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。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、現在の金融問題を解決するうえで重要な不良資産問題に対しては、金融安定化計画で不良資産の買い取り機関として官民共同で基金を作る方針が示されたが、民間から資金が集まるか、買い取り価格が決まるかなどの問題を抱えており、実現までにはかなりの時間を要すると見込まれる。さらに、世界経済全体が景気後退に陥ったため様々な資産の質の劣化が続くとみられ、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く、米国経済の2010年にかけての回復は緩やかなものになると予想される。

かつらはた せいじ (主任エコノミスト)

---

(注1) 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2) ABX指数

ABX指数はサブプライム住宅ローンを担保とする資産担保証券のリスク指標。サブプライム住宅担保証券20銘柄のクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)から算出。CDSは貸付債権の信用リスクを保証するオプション取引。

(注3) CMBX指数

CMBX指数は商業用不動産を担保とする資産担保証券のリスク指標。CMBX指数は商業用不動産担保証券のCDSスプレッドから算出。