

Ⅱ. 米国経済見通し ～景気回復ペースは緩やかなものにとどまる公算～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

- 米国の実質GDP成長率は2009年前年比▲2.8%（前回▲2.5%）、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。1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲5.7%となり、リセッションは深刻なものとなった。金融危機による銀行の融資基準の急激な厳格化によって住宅投資の大幅な減少が続いており、景気を下押ししている。さらに、企業部門では需要減退や先行き不透明感の高まりを背景に設備投資が急激に減少しており、在庫調整も行われている。もっとも、幾つかのマインド関連統計では、最悪期を脱したことが示されている。
- このような中、米政府は大手金融機関のストレステストの結果を公表した。最悪シナリオ時の資本不足額が想定範囲内だったことや、各金融機関が増資などの資本増強策を発表・実施したことで、システミック・リスク懸念は後退し、金融市場は落ち着き始めている。ただし、不良資産処理の遅れや、経済情勢の悪化次第では、バランスシート調整は長期化し、融資スタンスの緩和にはかなりの時間を要すると見込まれる。
- 2009年後半には、財政、金融による景気刺激策の効果、生産・雇用・住宅などでの調整圧力の緩和、海外経済の持ち直しによって、緩やかながらもプラス成長に転じよう。しかし、住宅価格の下落・低迷による逆資産効果、エネルギー価格の上昇によって、個人消費は小幅の伸びにとどまると予想される。また、設備投資の回復力は、期待成長率の低下、商業不動産部門の不振、信用コストの上昇等により、脆弱なものにとどまろう。このような中、景気刺激策の押し上げ効果が剥落することによって、2010年後半には再減速すると予想される。

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		輸入	政府支出
		内需	寄与度						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	1.6	▲20.8	(▲0.2)	(1.4)	6.2	▲3.5	2.9	
2009	▲1.1	▲2.8	(▲3.7)	▲0.6	▲22.9	▲26.4	(▲0.6)	(0.9)	▲11.6	▲14.8	4.4	
2010	2.9	1.7	(1.6)	1.4	▲7.4	▲5.8	(0.2)	(0.0)	7.0	5.7	6.4	

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. 成長率は09年▲2.8%、10年+1.7% 成長

実質GDP成長率見通しは、2009年同▲2.8%（前同▲2.5%）、2010年同+1.7%（前同+1.7%）と低成長にとどまると予想される。2009年1-3月期の実質GDP成長率が設備投資など企業部門の落ち込み幅の拡大によって大幅なマイナス成長となったことから、2009年の成長率見通しを下方修正した。

景気・金融対策の実施等によって、負のスパイラルが弱まり始めていることから、年後半にプラス成長に転じるとの見方は変わらない。システムック・リスク（注1）懸念は、ストレステストや資本調達によって大幅に後退している。今後も、一連の対策や雇用・在庫調整の進展によって、経済は拡大に転じると見込まれる。ただし、公的な不良資産処理が行われない可能性が高いことや、経済情勢の深刻な悪化で不良資産が拡大していることを背景に、金融機関のバランスシート調整は長期化し、景気回復の足かせになろう。また、住宅市場の弱さから、過去のような資産効果は期待できず、消費の大幅回復も見込み難い。

2. 09年1-3月期に悪化ペース鈍化の動き

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り、2009年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲5.7%（前期同▲6.3%）と2四半期連続の大幅なマイナス成長となった。前期に続き1982年1-3月期の同▲6.4%以来の大幅なマイナス成長となり、2四半期での落ち込み幅は1954年10-12月期、1955年1-3月期以来の大きさとなっている。また、3四半期連続のマイナス成長は、1975年以来であった。

当四半期は、金融危機の深刻化に伴う世界的な経済活動の縮小によって設備投資、在庫投資などの国内需要が急激に減少した。需要項目別の動向をみると、個人消費は、雇用環境の悪化、資産価格の下落、マインドの低下にもかかわらず、税負担の軽減、失業保険の給付期間延長などによる所得の増加によって、前期比年率+1.6%と3四半

期ぶりに増加した。しかし、設備投資は、内外景気の先行き不透明感の高まり、企業業績や経営者マインドの悪化等によって過去最大の減少となった。さらに、住宅投資は、金融市場の混乱に伴う厳しい信用状況、雇用情勢の一段の悪化等による住宅販売の落ち込みによって、住宅の在庫率が高止まりしていたため、大幅な厳守となった。最終需要の減少によって在庫投資のマイナス寄与が拡大した。この結果、実質国内需要が前期比年率▲7.5%（前期同▲5.8%）とマイナス幅を拡大したため、輸入の減少幅も拡大し、純輸出はプラス寄与に転じた。また、景気の基調を示す実質国内最終需要は前期比年率▲5.4%（前期同▲5.9%）と大幅な減少が続いた。金融市場の混乱拡大による信用コストの上昇、融資基準の厳格化などを背景に、景気後退は深刻化した。

もともと、実体経済に先行するマインド統計や消費関連統計では、米経済の悪化ペースが鈍化していることが示唆されている。企業部門では、景況感を示すISM景気指数の製造業、非製造業はともに前月から上昇している。特に、製造業部門は5ヵ月連続での上昇となっている。要因としては、一部の新興国での景気底打ち、世界的な在庫調整の進展が挙げられよう。建設業者の景況感を示す住宅市場指数も1月をボトムに上昇傾向を辿っている。一方、家計部門では、減少基調に陥っていた個人消費は、所得の増加によって一進一退の状況になっている。消費者マインド統計も4、5月と上昇している。

金融対策では、ストレステストの結果が公表され、各金融機関が資本調達を発表・実施したことで、システムック・リスク懸念は大幅に後退し、金融市場は安定を取り戻しつつある。

3. 景気刺激策により09年後半に景気持ち直し

景気の悪化ペース鈍化や、回復の要因としては、循環的な在庫調整の進展だけではなく、金融の緩和と財政支出の拡大など景気刺激策の実施が挙げられる。金融緩和では、事実上のゼロ金利政策を実施しているが、需給ギャップの拡大によってFFレートの適正水準は現在約▲5.3%と大幅な

マイナスと試算され、FRBは非伝統的な金融政策を強化している。事実上のゼロ金利政策を長期間維持するとの見方を示すことで時間軸政策を実施したうえ、MBS（住宅ローン担保証券）、GSE（政府支援企業）債、ABS（資産担保証券）、国債などの買い取りを行う「信用緩和」策を強化したため、モーゲージ金利や自動車ローン金利などが低下した。

財政政策では、総額7,872億ドルの景気刺激策が実施されている。内訳は、財政支出が4,990億ドル、減税が2,880億ドルとなっている。減税の効果については、低いマインドの下では、消費や投資に使用される金額は少なくなる可能性が高い。3、4月から家計向け減税が開始されているが、月々の源泉徴収額の引き下げという形式を取っているため、四半期での押し上げ効果は限定的なものにとどまろう。一方、インフラ投資などの入札が既に実施されており、早ければ4－6月期、遅くとも7－9月期から政府支出を押し上げ、2010年前半にかけてGDP成長率を下支えする効果が期待できよう。インフラなどの投資によるGDP押し上げ効果は2009年に約+1.3%p、2010年に+1.7%pと試算される。

4. 不良資産処理には時間が掛かる可能性

一方、景気刺激策による景気回復のペースを抑制する要因としては、金融問題、逆資産効果等が挙げられよう。

金融問題では、不良資産のバランスシートからの切り離しに時間がかかり、金融機関はバランスシート調整によって融資スタンスを厳格化したままとする可能性が高い。金融問題への対策として、金融安定化計画では、ストレステストが実施されたものの、不良資産買い取り基金の創設は遅れている。

ストレステストでは、最悪シナリオで19行に最大5,992億ドルの損失が見込まれ、10行で746億ドルの資本不足に陥る可能性が指摘された。この結果発表を受け、市場では金融機関に対する不透明感が弱まっている。①金額が事前予想の範囲であったこと、②既に発行している優先株の普通株への転換によって資本を増強できるため実現可能

性が高いこと、③資本不足額がTARP（不良資産救済プログラム）の残金1,346億ドルの範囲内だったことから、資本調達に対して安心感が生じた。資本不足額は、IMFが4月に「金融機関の健全性を危機以前の水準に戻すために必要」と指摘していた資本増強額である約2,750億ドル、最大で5,000億ドルを大幅に下回った。しかし、IMFはマクロモデルによる推計である一方、ストレステストは個別行ごとの審査ということで、ストレステストの結果が信頼を得たようだ。

今回のストレステストの実施、その後の資本調達によって、基本的には経営不安が再び高まる可能性は小さくなった。しかし、ストレステストは最悪シナリオでの必要な資本額を算出しただけであり、融資基準の緩和、融資の拡大には直接繋がらない。また、最悪シナリオを上回るペースで雇用環境が悪化していることから、不良資産は増加することはあり得る。

さらに、FASB（米国財務会計基準審議会）が11月以降の年次決算で金融機関に簿外資産をオンバランス化させる方針を決定したことで、19行の資産は9,000億ドル程度増加するため、金融機関は年内に追加で資本調達や資産売却を迫られ、融資の抑制要因となろう。

不良資産の買い取りは、7月までに開始する予定となっていたが遅れている。官民投資プログラムでは、FDIC（連邦預金保険公社）の保証を利用することで、財政赤字の拡大懸念をさらに強めることなく不良資産の買い取り予定額を拡大させることができる。さらに、同プログラムは不動産投資を拡大し現在困難に陥っている中小金融機関の資金繰り支援に繋がるなど、ある程度は金融機関の不良資産処理を進める効果が期待できよう。

もともと、官民投資プログラムは大手の金融機関にはあまり利用されない可能性が高い。売却側は簿価以上の価格で売りたい一方、購入側である投資家は大幅に安い価格で購入したいと考えている。投資家は、資産価格の下落が続いているため、大幅に割安な値段でなければ、仮に政府の資金・保証によって投資金額を大きくすることができても不良資産を購入しない。このため投資家は

価格下落リスクを回避するためにはかなり低い価格で入札する可能性が高い。売却側は入札価格が低く設定されれば、金融機関の損失が拡大し、追加の資本注入が必要となり、金融機関の経営層が嫌う報酬制限を受けることになる。

また、仮に今回のプログラムがうまく機能するようであれば、金融機関は不良資産を売却せずに保有しているほうがメリットが大きくなるため、様子見姿勢を続ける可能性も高い。

この結果、資金繰りなどに余裕のある金融機関は、大幅にディスカウントされた価格で買い取られるリスクがある入札には参加せず、不良資産を自力で時間をかけて処理すると予想される。利用するのは、資金繰りに窮するなど著しく経営状態が悪く、市場から資金調達できない金融機関に限られる可能性がある。このため、今回のプログラムでは金融機関のバランスシート調整を進める効果は限定的とみられ、不良資産処理が進まず、融資の拡大には繋がり難いと予想される。

5. 金融問題、資産価格の下落が景気回復を抑制

以上のように、不良資産の処理には時間がかかると見込まれること、資本の健全化のために資産売却を行うことから、金融機関の融資姿勢が緩和に転じるにはかなりの時間がかかるとみられ、このような引き締め気味の金融環境では、消費、住宅販売、投資は抑制されよう。

個人消費は、所得減税、失業保険の延長、FRBのTALF（ターム資産担保証券融資ファシリティー）を使ったABS買い取りに伴う消費者ローン関連金利の低下が消費を下支えすると見込まれる。一方、需要不足による雇用環境の悪化によって可処分所得の伸びが抑制され、消費は低い伸びにとどまろう。

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の削減が続く、可処分所得は低い伸びにとどまると予想される。さらに、雇用環境の悪化によりクレジットカードなどの融資基準は厳格化されたままで推移すると予想されること、不動産資産価格の下落、ガソリン価格の上昇、景気・雇用・所得の先行き

不安感の持続から、消費は緩やかな拡大にとどまると見込まれる。

また、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しているため、住宅の差し押さえが増加し、住宅在庫は緩やかなペースで減少すると予想される。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2）、ホーム・エクイティ・ローン（注3）などの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、企業収益の回復ペースの弱さにより、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も大幅な価格上昇は期待し難く、消費に対する資産効果は望み難いと思われる。

住宅ローン向け融資基準の厳格化は、既にピークアウトし、今後も政府による金融機関への損失保証や資本注入の拡大、業績の最悪期脱却によって、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、12月1日までに初めて住宅を購入する人に対する最大8,000ドルの税控除、GSEの住宅ローンポートフォリオの保有上限引き上げ（9,000億ドル）に伴う住宅ローンの拡大などにより、住宅販売は2009年4-6月期には底打ちすると予想される。ただし、住宅販売が本格的に増加するには融資基準が緩和される必要があるが、雇用環境の悪化による融資資産の質の悪化、バランスシート調整を続けるもとの、緩和に転じるには時間がかかると予想され、住宅販売は緩やかな増加ペースにとどまろう。また、住宅在庫が高止まりしているため、住宅投資の回復は2009年後半になる公算が大きい。

設備投資については、銀行の商業部門向け融資基準の厳格化、経営者マインドの悪化、生産の縮小によって、減少幅の拡大は避けられないだろう。景気刺激策による情報化関連の投資拡大が期待されるものの、その他の投資は抑制されるとみられる。

企業向けの融資基準は、商業不動産向けのみな

らず、全ての企業規模にわたって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年程度にわたって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。

6. 2009年後半以降緩やかな回復局面に

米国経済は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年前半はマイナスが続くと見込まれる。ただし、4-6月期には、金融市場の落ち着き、景気刺激策（減税、インフラ投資）、海外需要の縮小ペース緩和、在庫調整の進展によって、景気の悪化ペースは鈍化すると見込まれる。7-9月期以降、インフラなどの投資の拡大、在庫調整の進展、海外需要の拡大によりGDP成長率は拡大すると予想される。

大型景気対策は2010年にかけて大部分が実施されるため、実質GDP成長率は徐々に拡大すると見込まれるが、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。これまでに、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、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。2010年後半には、個人消費、設備投資が緩やかな拡大にとどまる中、景気刺激策効果の剥落による政府支出の鈍化や、外需寄与の悪化によって、成長ペースは鈍化すると予想される。

かつらはた せいじ（主任エコノミスト）

（注1）システミック・リスクとは、個別の金融機関の支払不能等、特定の市場、決済システム等の機能不全が、他の金融機関・市場、金融システム全体に波及するリスクのこと。

（注2）キャッシュ・アウト

住宅ローンを借換える時に住宅担保評価額の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3）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）を担保に借入れ枠を設定すること。