

## Ⅱ. 米国経済見通し ～2010 年後半に成長ペース鈍化～

経済調査部 桂畑 誠治

### (要旨)

- 米国の実質GDP成長率は、2009 年は前年比▲2.4%（前回同▲2.6%）と落ち込むも、2010 年には同+2.4%（前回同+2.2%）、2011 年には同+1.6%と緩やかなプラス成長が予想される（資料1）。実質GDP成長率は、金融不安の後退、景気対策の実施、在庫調整の進展等により2009 年7-9 月期に前期比年率+2.8%とプラスに転じ、2010 年前半にかけて大型の景気対策によって、潜在成長率である前期比年率+2.5%を上回る成長が期待できよう。もっとも、大幅な需給ギャップの残存、景気対策の息切れなどを背景に、2010 年半ば以降は減速が見込まれる。
- ストレステストの結果を受けて金融機関の資本調達が順調に実施されたこと、2009 年2Q以降の大手主要行が黒字となっていることなどから、金融市場は落ち着きを取り戻しつつある。ただし、不良資産の増加傾向やその処理の遅れ、経済情勢の低迷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 年後半から2010 年前半にかけて、景気対策によって需要が押し上げられよう。景気対策によるインフラ投資など政府支出の高い伸びや、住宅購入支援策による住宅投資の回復、減税・移転所得等による個人消費の下支え、各国での景気対策による世界経済の拡大、これらの動きを受けた在庫の削減ペース鈍化によって、2010 年前半にかけて潜在成長率を上回る成長が予想される。
- 2010 年後半から2011 年前半にかけては、不良債権の増加による銀行の引き締め気味の融資スタンスや、大幅な需給ギャップの残存により、個人消費、住宅販売、投資が緩やかな拡大にとどまる中、政策効果の息切れ、在庫調整によって、潜在成長率を下回る成長に鈍化すると見込まれる。
- 2011 年後半には、循環的な調整の進展による生産拡大・在庫の積み増しが予想される。加えて、世界経済の拡大持続、2010 年後半の景気減速を受け追加の景気対策が実施されること等を見込んで、潜在成長率程度の成長ペースに加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 (%)									
		内需	個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需		政府支出		
							輸出	輸入			
2003	4.7	2.5	(3.0)	2.8	0.9	8.2	(0.0)	(▲0.5)	1.6	4.4	2.2
2004	6.5	3.6	(4.3)	3.5	6.0	9.8	(0.4)	(▲0.7)	9.5	11.0	1.4
2005	6.5	3.1	(3.3)	3.4	6.7	6.2	(▲0.1)	(▲0.3)	6.7	6.1	0.3
2006	6.0	2.7	(2.7)	2.9	7.9	▲7.3	(0.1)	(▲0.1)	9.0	6.1	1.4
2007	5.1	2.1	(1.5)	2.7	6.2	▲18.5	(▲0.3)	(0.6)	8.7	2.0	1.7
2008	2.6	0.4	(▲0.7)	▲0.2	1.6	▲22.9	(▲0.3)	(1.2)	5.4	▲3.2	3.1
2009	▲1.3	▲2.4	(▲3.4)	▲0.6	▲17.7	▲20.3	(▲0.7)	(1.0)	▲10.3	▲14.0	2.3
2010	3.7	2.4	(2.7)	1.6	1.2	4.7	(0.7)	(▲0.3)	9.0	9.4	3.1
2011	3.5	1.6	(1.7)	1.7	3.8	2.7	(▲0.1)	(▲0.0)	5.2	4.3	0.4

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. 実質GDP成長率は2009年▲2.4%、2010年+2.4%に回復、2011年+1.6%

実質GDP成長率は、2009年は前年比▲2.4%（前同▲2.6%）と落ち込みを予想する。2010年には同+2.4%（前同+2.2%）と回復するが、2011年は同+1.6%に鈍化すると見込まれる。景気対策が延長・拡大されたこと、住宅投資が大幅なプラスに転じたことにより、2009年、2010年の成長率見通しを小幅上方修正した。2011年の実質GDP成長率は、景気対策の息切れによる2010年後半の減速により、2010年の成長率を下回ると見込まれる。

## 2. 2010年前半にかけて景気対策等により潜在成長率を上回る成長に

7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.8%（前期同▲0.7%）と5四半期ぶりのプラス成長となった。各国の景気刺激策による海外需要の回復、金融対策の実施による金融市場の落ち着き、景気対策（金融緩和、減税、インフラ投資）、在庫調整の進展によって、潜在成長率である前期比年率+2%台半ばを上回る成長となった。

2010年前半にかけて、景気対策によって需要が下支えされると見込まれる。2月に決定された景気対策の一部が期限を迎えることが懸念されていたが、11月6日に一部の景気対策の延長と拡大が決定された（総額は約450億ドル）。主要な対策の内容は、①失業手当の給付期間を14週間延長、失業率が8.5%を超える州ではさらに6週間延長する。②住宅の新規購入者に対する税額控除（8,000ドル）を5か月間延長し2010年4月末とする。また、5年以上住宅を保有した人が住宅を買い替える場合も6,500ドルの控除を認める。③企業向けの優遇税制では、2008年、2009年に計上した損失額に応じて、過去に納付した税金を還付する優遇税制をこれまでの中小企業から、全ての企業に適用を拡大する。これに伴い今年度に330億ドル程度の税還付が行われる見込みである。

家計部門では、失業保険給付期間の延長など政府支援や雇用の減少幅縮小によって、所得の緩やかな拡大が予想される。消費者マインドも景気の先行き拡大期待が支える形で、低水準ながら安定

が見込まれる。また、自動車の買い替え支援策が終了したが、自動車メーカーによるキャッシュバックなど多様なインセンティブの拡大が実施され、自動車買い替え支援策が実施される前の水準を上回る1,050万台前後で推移すると見込まれる。このため、個人消費は2009年7-9月期の前期比年率+2.9%から鈍化するものの拡大を続けよう。

住宅部門では、住宅ローン向け融資基準の厳格化が和らいでいることや、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、販売価格の大幅な下落、政府による住宅購入支援策（2010年4月30日までに初めて住宅を購入する人に対して最大8,000ドルの税控除を適用）、GSEの住宅ローンポートフォリオの保有上限引き上げ（9,000億ドル）に伴う住宅ローンの拡大などを背景に、住宅販売は緩やかに増加しよう。このため新築の在庫率は低下傾向を辿り、住宅投資の拡大が持続すると見込まれる。

企業部門では、自動車買い替え支援策による販売の急増、その後の自動車販売の底堅さによって販売在庫が低水準にとどまっていることから、自動車生産の拡大が見込まれる。これを受け他の部門にも波及する形で在庫復元の動きが続くとみられ、在庫投資は数四半期GDP成長率の押し上げ要因となろう。

設備投資は、信用逼迫の緩和、先行き不透明感の後退により、減少ペースが鈍化すると見込まれる。このような中、オバマ政権は2009年2月に策定された景気刺激策の支出を前倒しで実施しており、政府支出の拡大が持続する公算が大きい。

以上のように、2010年前半にかけての実質GDP成長率は、世界景気の拡大に加えて、政府による支援策による個人消費や住宅投資の拡大、在庫復元の動きなどに支えられて潜在成長率を上回ると見込まれる。

## 3. 2010年後半以降に成長率を抑制する要因と景気対策の息切れにより減速

2008年、2009年の急激な成長率の落ち込みによって、需給ギャップは2011年にかけて大幅に拡大したままとなることから、失業率の高止まり、高いオフィス空室率、低い設備稼働率が持続し、雇

用、増産設備、商業不動産投資の伸びは抑制されよう。景気回復ペースは、非稼働資産の残存により緩やかなものになる可能性が高い。

金融面では、①大手金融機関の業績は2009年4－6月期以降黒字が続いているが、トレーディングによって収益が押し上げられたことが主因である。不良債権比率は2009年7－9月期に7.6%と90年以降で最悪の状況となるなど、収益環境は厳しい状況が続いている。2010年もローンの延滞率・不履行率の上昇、住宅価格の下落、商業不動産価格の下落、失業率の高止まりなどを背景に不良債権が増加し、収益環境は厳しい状況が持続すると予想される。

また、②不良資産の買取プログラムは、ほとんど効果がないことも考えられる。官民投資プログラムの不良ローンの買い取りは試験的な運用にとどまっている。一方、不良証券の買取は、参加金融機関が少ないため規模を400億ドル程度と大幅に縮小された。このため、不良資産処理は結局個別各行によって実施され、時間がかかると見込まれる。さらに、③世界的に金融規制の強化が議論されており、資本規制、リスクごとの保証料の徴収、証券化する場合全てをバランスシートから切り離さず一部を保有したままとする、などの案が検討されている。これらの規制が強化・導入されれば、バランスシートの調整や、リスクテイク能力の低下に繋がる可能性が高い。

需要の急速な回復には融資基準の緩和が必要であるものの、不良資産の処理に時間がかかると見込まれることから、金融機関の融資姿勢が2010年内に緩和的になる可能性は小さい。引き締め気味の金融環境によって、個人消費、住宅販売、投資の拡大ペースは抑制されると見込まれる。

クレジット向け融資基準の厳格化ペースは鈍化傾向を辿るものの、厳格化されたままの状態が続くとみられ、借入れコストの高止まりが消費の拡大ペースを抑制しよう。これに加えて、2010年には雇用は増加に転じるが、大幅な需給ギャップの残存により緩やかな増加にとどまると予想され、所得減税や失業保険の延長効果も剥落するため、可処分所得は低い伸びにとどまろう。

住宅関連では、住宅販売は低いモーゲージ金利、

販売価格の下落に下支えされるものの、金融機関の住宅ローンに対する厳しい融資スタンス、借入れコストに影響するスコアの低下、政府による支援策の終了によって、大幅に鈍化すると見込まれる。一方、変動型住宅ローンの借り換えは、サブプライム層向けで一巡したが、プライム層向け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、中古住宅在庫の減少ペースは緩やかなものになると予想される。このため、住宅価格は緩やかな上昇ペースにとどまると見込まれ、住宅を担保にした借入れによる消費の押し上げは期待できない。また、ガソリン価格の上昇や、FRBのTALF（ターム物資産担保証券貸出制度）を使ったABS買い取りが2010年3月に終了するため消費者ローン関連金利が上昇する可能性があることなどから、個人消費は緩やかな拡大を続けると見込まれる。

他方、設備投資では、景気対策によって情報化関連投資が拡大すると予想される。しかし、企業向け融資基準は、商業不動産向けのみならず、全ての企業規模に亘って厳格化のペースは鈍化しているが、厳格化された状況が持続している。加えて、需要不足により稼働率が低水準にとどまること、失業率の高止まりや供給拡大からオフィス空室率が上昇を続けることから、増産投資、構築物投資が低迷し、全体の足かせとなる形で設備投資は低い伸びにとどまると予想される。

以上のように、2010年後半以降、大幅に拡大した需給ギャップの残存、引き締め気味の金融環境などによって個人消費、住宅販売、投資は緩やかな拡大にとどまろう。そのような中、景気対策の息切れや在庫復元の動き一巡から、早いタイミングでの追加の景気対策の実施や、世界経済の速いペースでの回復がなければ、2010年後半から2011年前半にかけて景気は減速する公算が大きい。

2011年後半には、循環的な調整の進展による生産拡大・在庫の積み増しが予想される。さらに、世界経済の拡大持続、2010年後半の景気減速を受け追加の景気対策が実施されること等を見込んで、潜在成長率程度の成長ペースに加速すると予想される。

かつらはた せいじ（主任エコノミスト）