

Ⅱ. 米国経済見通し ～政府・FRBの支援により緩やかな回復持続～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

- 米国の実質GDP成長率は、2010年には前年比+2.9%（前回予想+2.4%）、11年には同+1.7%（前回+1.6%）と緩やかなプラス成長が予想される（09年実績は同▲2.4%成長）。実質GDP成長率は10年前半に景気対策の効果、在庫の積み増し等によって潜在成長率である前期比年率+2.5%を上回るものの、10年半ば以降は景気対策の息切れ、在庫調整により鈍化すると見込まれる。
- 昨年（09年）のストレステストの結果を受けて金融機関の資本調達を実施されたこと、09年4-6月期以降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ている。ただし、住宅ローンや商業不動産ローンでの延滞、不履行による不良資産の増加傾向やその処理の遅れなどにより、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。
- 10年前半は、景気対策によって需要が押し上げられよう。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積み増しによって、10年前半は潜在成長率を上回る成長が予想される。
- 10年後半から11年前半にかけては、個人消費、住宅投資、設備投資が緩やかな拡大にとどまる中、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、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。
- 11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、10年後半の景気減速を受けて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。

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	(▲3.5)	▲0.6	▲17.7	▲20.4	(▲0.6)	(1.0)	▲9.6	▲13.9	1.9
↓ 予測											
2010	3.9	2.9	(2.9)	1.6	1.5	3.6	(1.1)	(0.0)	12.1	9.6	2.0
2011	3.5	1.7	(1.7)	1.7	3.8	2.7	(▲0.1)	(0.0)	5.0	4.1	0.4

(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. 実質GDP成長率は、2010年+2.9%に回復、11年+1.7%に鈍化

実質GDP成長率は、2010年に前年比+2.9%（前回予想+2.4%）と、91年以来のマイナス成長となった09年の前年比▲2.4%から回復しよう。11年には同+1.7%（前回+1.6%）と回復ペースが鈍化すると予想される。景気対策が延長・拡大されたことなどもあり09年10-12月期の実質GDP成長率が前期比年率+5.7%と高い成長となり、10年へのゲタのプラス幅が拡大したことから、10年の成長率見通しを上方修正した。11年の実質GDP成長率は、景気対策の息切れによる10年後半の減速により、10年の成長率を下回ると見込まれる。また、名目GDP成長率は09年に前年比▲1.3%と49年以来のマイナスとなったが、10年以降はプラス成長を維持する公算が大きい。

四半期ベースでは、10年前半に在庫の押し上げ効果が徐々に弱まるため09年10-12月期の高い伸びから成長ペースは鈍化するが、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。しかし、10年後半には不良債権の増加による引き締め気味の金融環境の持続や、大幅な需給ギャップの残存、景気対策効果の息切れなどを背景に、成長ペースは鈍化すると予想される。

2. 世界的な景気対策、在庫調整の進展で09年10-12月期は前期比年率+5.9%成長

09年10-12月期の実質GDP成長率（改定値）は、前期比年率+5.9%（7-9月期同+2.2%）と加速した。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、景気刺激策（金融緩和、減税、インフラ投資）、在庫調整の進展によって、潜在成長率を上回る成長となった。もともと、在庫投資によって3.88%押し上げられており、景気の強さを示す実質国内最終需要は前期比年率+1.7%と前期の同+2.3%から鈍化し、低い伸びにとどまっている。米国経済は、米国を含む各国の景気刺激策や金融対策による需要の回復、在庫調整の進展によって、緩やかに拡大している。

個人消費は、信用逼迫、雇用環境の悪化にもかかわらず、税負担の軽減・失業保険の給付期間延長・減税などによる所得の押し上げ、マインドの底打ち、株高を背景に拡大した。自動車販売は、自動車メーカーによる値引き、キャッシュバックなど多様なインセンティブの拡大、新モデルの発売によって、減少幅が抑制された。住宅部門では、住宅ローン向け融資基準が厳格化されたままながら低下したことや、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、GSE（政府支援企業）の住宅ローンポートフォリオの保有上限引き上げに伴う住宅ローンの拡大などを背景に、住宅販売は増加傾向を維持している。このため新築の在庫率は低下傾向を辿り、住宅投資は鈍化したものの拡大した。

企業部門では、世界的な景気・金融対策による内外景気の先行き不透明感の弱まり、経営者マインドの改善等を背景に、設備投資は拡大に転じた。さらに、在庫投資は大幅な減少ペースの鈍化によりプラス寄与を拡大した。

3. 10年前半は景気対策、在庫積み増し等によって潜在成長率を上回る成長に

米国では、10年前半は、景気対策によるインフラ投資の増加や、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緩やかな拡大が見込まれる。加えて、これまでの投資抑制や減税による潤沢なキャッシュフローを背景とした設備投資の拡大、世界経済の拡大による輸出の増加、これらの動きを受けた在庫の積み増しによって、米国経済は潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。

景気対策では、09年2月に決定された景気対策関連の支出が続くうえ、期限を迎えた一部の景気対策も09年11月に延長や拡大が行われている（総額約450億ドル）。追加された対策の主な内容は、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10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、08年、09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回復期待が支える形で、低水準ながら安定が見込まれる。また、自動車販売は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ことから、個人消費は緩やかに拡大を続けよう。住宅では、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、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、GSEの住宅ローンポートフォリオの保有上限引き上げ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、住宅投資は小幅拡大すると見込まれる。

企業部門では、低い稼働率、高い空室率によって増産投資や構築物投資の減少が続くと予想される。一方で、企業は、雇用の削減、設備投資や在庫投資の抑制によって、キャッシュフローが潤沢な状態にある。さらに、性能の向上した新OSが発売されたことから、一段のコスト削減のために、目先情報化投資が出易い環境にある。また、信用逼迫の緩和、先行き不透明感の後退もあり、設備投資は緩やかに拡大すると予想される。

輸出は、ドル安、中国など新興国需要の拡大と先進国の景気回復に伴い増加傾向を辿ろう。前述のような景気対策による需要回復を受けて在庫調整が進展し、在庫は短期的な積み増しの動きを強めると予想される。特に、自動車部門では生産調整や販売の底堅さによって在庫が低水準にとどまっていることから、在庫復元の動きが持続すると見込まれる。さらに、ハイテク部門では、好調な需要を背景に在庫積み増しが予想される。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。

以上のように、10年前半の実質GDP成長率は、世界景気の拡大に加えて、個人消費や住宅投資の拡大、自動車を中心とした在庫復元の動きなど、政府による支援策に支えられて潜在成長率を上回ると見込まれる。

4. 10年後半以降、景気対策の息切れ、在庫調整により減速

08年、09年の急激な成長率の落ち込みによって、需給ギャップは11年も大幅に拡大したままの状況が続くと予想され、失業率やオフィス空室率の高止まり、設備稼働の低迷が続き、雇用、増産設備、商業不動産投資の伸びは抑制されよう。これらによって、金融機関の不良債権が増加し、不良資産処理に時間がかかり、金融機関の融資姿勢は10年以内に緩和的になる可能性は小さい。金融機関の引き締め気味の貸し出し態度や、厳しい雇用環境により、個人消費、住宅販売の増加ペースは抑制されよう。また、低い稼働率や高い空室率を背景に投資の拡大ペースは抑制されると見込まれ、景気回復ペースは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09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09年10-12月期に8.1%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。10年も住宅価格の低迷、商業不動産価格の下落、失業率の高止まりなどを背景にローンの延滞率・不履行率が上昇し、不良債権が増加することで、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10年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、住宅投資、設備投資の拡大ペースは抑制が見込まれる。

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、借り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、10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こと、失業率の高止まりによって賃金の上昇ペースが鈍化することを背景に、可処分所得は低い伸びにとどまろう。さらに、11年初にはブッシュ減税が終了するため、可処分所得を抑制する要因となる。

一方、住宅販売は政府による支援策の延長、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、借り入れコストに影響するスコアの低下によって、大幅に鈍化すると見込まれる。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、キャッシュ・アウト（注1）、ホーム・エクイティ・ローン（注2）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、FRBのTALF（タム資産担保証券融資ファシリテーター）を使ったABS（資産担保証券）買い取りの終了によって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の拡大が持続すると予想される。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されたままである。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によって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緩やかな増加が予想される。

労働生産性の向上によって、必要な在庫水準が低下傾向を辿っている。今後もコスト削減圧力が強い状況が継続すること、需要の拡大ペースが緩やかなこと、景気対策効果が息切れすることから、年後半には在庫調整局面入りすると見込まれる。

以上のように、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、10年後半以降、個人消費、住宅投資、設備投資は緩やかな拡大にとどまろう。そのような中、10年半ばまでに大型の雇用対策やインフラ投資などを含む追加の景気刺激策が実施されることや、世界経済の速いペースでの回復がなければ、景気対策の息切れや、在庫復元の動き一巡によって、10年後半から11年前半にかけて景気は減速する公算が大きい。

11年後半には、世界経済の拡大持続や、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、10年後半に景気が減速すれば追加の景気対策が実施されること等も見込まれ、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）

（注1）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2）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。